

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL

MÉMOIRE

**CARTOGRAPHIE DES RISQUES DES OPÉRATIONS DE
FUSIONS ET ACQUISITIONS**

**PRÉSENTÉ
COMME EXIGENCE PARTIELLE DE LA
MAÎTRISE EN ADMINISTRATION DES AFFAIRES
MBA-RECHERCHE**

**Par
SAMI BESBES**

Juillet 2007

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de ce mémoire se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

Table des matières

Table des matières.....	i
Liste des tableaux.....	v
Liste des graphiques.....	vii
RÉSUMÉ.....	viii
Introduction et objectifs de recherche.....	xi
1.1 Objectifs de recherche	xi
1.2 Organisation du mémoire	xiii
 Chapitre I : Les opérations de fusions et acquisitions – Typologie, objectifs, étapes et performances.....	1
 Introduction et objectifs du chapitre.....	1
 1.1 Les modes de croissance de l'entreprise	2
1.1.1 Croissance externe.....	2
1.1.2 Croissance interne	4
1.1.3 Croissance hybride	5
1.1.4 Comparaison des différents modes de croissance.....	6
 1-2 Typologie des opérations de fusions et acquisitions.....	8
1.2.1 Fusions – acquisitions horizontales.....	8
1.2.2 Fusions -- acquisitions verticales.....	9
1.2.3 Fusions – acquisitions concentriques	10
1.2.4 Fusions – acquisitions conglomerales	10
 1.3 Contexte macroéconomique des fusions et acquisitions.....	11
 1.4 Les étapes d'une OFA	13
1.4.1 La phase stratégique.....	17
1.4.1.1 Elaboration d'une vision stratégique.....	17
1.4.1.2 Constitution d'une équipe de projet	18
1.4.1.3 La recherche et la sélection des cibles potentielles	19
1.4.2 Phase tactique.....	20
1.4.2.1 Audit de la cible	21
1.4.2.2 Détermination de la valeur et du prix de l'OFA	24
1.4.2.3 Négociation.....	26
1.4.3 Phase d'intégration.....	27
1.4.3.1 Les activités de la phase d'intégration.....	28

1.4.3.2 Modalités d'intégration.....	29
1.5 Performance des OFA.....	33
1.6 Conclusion et directions de recherche.....	37
Chapitre II : Méthodologie de recherche.....	40
Introduction	40
2.1 Problématique de recherche et cadre conceptuel.....	40
2.2 Méthodologie de recherche	44
2.2.1 Le choix de l'approche qualitative.....	45
2.2.2 La méthode d'échantillonnage.....	47
2.2.3 La collecte des données	48
2.2.4 L'analyse des données.....	50
2.3 Validité, limites de l'étude et perspectives futures.....	50
Chapitre III : La cartographie des risques des OFA	52
Introduction et objectifs du chapitre.....	52
3.1 La gestion intégrée des risques	54
3. 2 Les OFA : outils de gestion des risques	61
3.3 Les OFA en tant que source de nouveaux risques : une cartographie des risques induits par une OFA.....	65
3.3.1 Risques relatifs à la phase stratégique.....	66
3.3.1.1 Absence de vision stratégique claire	66
3.3.1.2 S'éloigner de son métier de base.....	71
3.3.1.3 Sélection inadéquate de la cible	74
3.3.1.4 Choix inadéquat des experts externes.....	75
3.3.2 Risques relatifs aux considérations techniques et tactiques de l'OFA	77
3.3.2.1 Processus de « Due Diligence» défectueux	77
3.3.2.2 Risque relié au choix de la technique d'évaluation de la cible	80
3.3.2.3 Le risque relié à l'estimation du prix de la cible.....	88
3.3.2.4 Le risque relié au montage financier à mettre en place	92
3.3.2.6 Risques reliés au contrôle des coûts de l'opération.....	102
3.3.3 Risques relatifs à la phase d'intégration.....	104

3.3.3.1 Risque d'incompatibilité culturelle	105
3.3.3.2 Difficulté d'harmoniser les aspects structurels, et risque de départ du personnel clé	113
3.3.3.3 Difficulté d'harmoniser les aspects stratégiques, risque de ne pas réaliser les synergies escomptées, et risque éthique	117
3.4 Conclusions.....	123
Chapitre IV : Etude de cas : Fusion entre Procter & Gamble et Gillette (2005)	130
Introduction et objectifs du chapitre.....	130
4.1 L'industrie des biens de consommation : les prémisses des OFA.....	131
4.1.1 La dynamique du marché	133
4.1.2 Les prémisses des OFA dans ce secteur	135
4.2 Présentation des deux entreprises.....	139
4.2.1 Procter & Gamble : gammes de produits et expérience en matière d'OFA	139
4.2.2 Gillette : gammes de produits et expérience en matière d'OFA.....	145
4.3 La cartographie des risques de la fusion entre P&G et Gillette	149
4.3.1 Brève présentation de l'opération	150
4.3.2 Risques relatifs à la phase stratégique.....	152
4.3.2.1 Absence de vision stratégique claire	153
4.3.2.2 P&G et Gillette : risque de surévaluation des synergies escomptées.....	160
4.3.2.3 P&G : risque de s'éloigner de son métier de base	162
4.3.2.4 P&G : Risque de sélection inadéquate de la cible.....	162
4.3.2.5 P&G et Gillette : risque relié au choix des experts	165
4.3.3 Risques reliés à la phase tactique.....	168
4.3.3.1 Le risque relié au processus de «Due Diligence»	168
4.3.3.2 Risques reliés au choix de la méthode d'évaluation de la cible.....	170
4.3.3.3 Risques reliés à l'évaluation du goodwill et au prix payé	175
4.3.3.4 Le risque relié au montage financier mis en place.....	178
4.3.3.5 Risque relié au comportement des décideurs.....	179
4.3.4 Risques reliés à la phase d'intégration	183
4.3.4.1 Le risque d'incompatibilité culturelle	185
4.3.4.2 Le risque relié à l'intégration structurelle.....	187
4.4 Conclusions.....	189

Chapitre V.....	193
Conclusions finales et contributions personnelles.....	193
Bibliographie.....	206

Liste des tableaux

Tableau 1.1 : Type de croissance externe	3
Tableau 1.2 : Comparaison entre la croissance interne et la croissance externe.....	7
Tableau 1.3 : Les différents types d’audit dans le cadre d’une OFA.....	23
Tableau 1.4 : Les éléments à prendre en compte dans la fixation du prix	25
Tableau 1.5 : Les différences majeures durant l’étape de négociation, selon que la cible soit cotée ou non	27
Tableau 1.6 : Choix du mode d’intégration.....	29
Tableau 1.7 : Caractéristiques de l’intégration par rationalisation, par préservation et par symbiose.	32
Tableau 1.8 : Mode d’intégration par rapport aux objectifs des OFA.....	33
Tableau 1.9: Principales études de recherche concernant les OFA recensées par Quentin (2001) et McDougall (1995), et les conclusions tirées et rédigées par ces auteurs.....	34
Tableau 2.1 : Différences entre la recherche quantitative et qualitative.....	45
Tableau 2.2 : Les sources de nos données secondaires.....	49
Tableau 3.1 : La gestion des risques : approche financière.....	56
Tableau 3.2 : La gestion des risques : approche stratégique	57
Tableau 3.3 Revue de la littérature pour la gestion des risques	59
Tableau 3.4 : Les OFA : outils de gestion de risque.....	64
Tableau 3.5 : Typologie des synergies recherchées lors OFA	68
Tableau 3.6 Sources des risques relatifs à la vision stratégique de l’opération	71
Tableau 3.7 Sources des risques relatifs au niveau de diversification de l’acquéreur.....	73
Tableau 3.8 Sources des risques relatifs au choix de la cible.....	75
Tableau 3.9 Sources des risques relatifs au choix des experts	76
Tableau 3.10 Les sources des risques reliés au processus de «Due diligence»	79
Tableau 3.11 : Les critères d’établissement d’un « peer group ».....	85
Tableau 3.12 Risques reliés au choix de la méthode d’évaluation de la cible.....	87
Tableau 3.13 Risques reliés au changement de la réglementation concernant le «goodwill» (IFRS3).....	91
Tableau 3.14 : Répartition des opérations de croissance externe des sociétés cotées aux États- Unis en fonction du mode de paiement.....	93
Tableau 3.15 Risques reliés au choix du montage financier.....	98
Tableau 3.16 Risques induits par le comportement des décideurs	99
Tableau 3.17 Les conclusions du projet Globe: plusieurs types de leadership.....	111
Tableau 3.18 Les sources du risque d’incompatibilité culturelle	113
Tableau 3.19 Sources de risque éthique.....	120

Tableau 3.20 Synthèse des risques propres à la phase d'intégration	121
Tableau 3.21 représente la synthèse de notre cartographie des risques d'une OFA	126
Tableau 4.1 (a) : Principaux compétiteurs sur le marché des biens de consommation.....	136
Tableau 4.1 (b) : Les deux plus importants joueurs sur le marché des biens de consommation	137
Tableau 4.2 : Les acquisitions réalisées par Procter & Gamble entre 1985 et 2005	142
Tableau 4.3 P&G : indicateurs de performance	144
Tableau 4.4 : Offre de produits de Gillette.....	146
Tableau 4.5 Gillette : expérience en matières d'OFA.....	147
Performance financière	148
Tableau 4.6 : Indicateurs financiers de Gillette durant la période de 2001 à 2004	148
Tableau 4.7 : Les principaux événements médiatiques concernant la fusion.....	152
Tableau 4.8 P&G et Gillette : négociations abandonnées plusieurs fois de suite	154
Tableau 4.9 : Comparaison des parts de marché pour le segment des produits de rasage en Europe.....	158
Tableau 4.10: Sources et type des synergies annoncées	161
Tableau 4.11 Une comparaison Gillette- P&G.....	163
Tableau 4.12 Le risque relié au choix des experts.....	166
Tableau 4.13 La cartographie des risques de la fusion entre P&G et Gillette, propres à la phase stratégique.	167
Tableau 4.14 Calendrier de la «Due diligence»	168
Tableau 4.15: Les paramètres de valorisation du prix de la cible (méthode comparative utilisée par P&G).....	172
Tableau 4.16 : L'échantillon de comparaison utilisé par Gillette dans l'estimation de sa valeur.....	173
Tableau 4.17 Risque relié à l'évaluation du goodwill	176
Tableau 4.18 Les théories testées	180
Tableau 4.19 Synthèse des risques de la phase tactique	183
Tableau 4.20 Le risque d'incompatibilité culturelle dans le cas de la fusion étudiée.....	185

Liste des graphiques

Figure 1.1: Processus d'exécution d'une OFA.....	16
Figure 1.2 : Critères de recherche et de sélection de la cible	20
Figure 2.1 Positionnement de notre recherche dans le cadre de l'approche de «gestion intégrée des risques».....	42
Figure 2.2 Le cadre conceptuel de notre recherche	43
Figure 3.1 La gestion du risque: un aperçu historique.....	55
Figure 3.2 : Les principaux risques identifiés par les compagnies cotées à NYSE (2006)	58
Figure 3.3 : Sources des synergies économiques, financières et de croissance projetées dans le cadre d'une OFA	70
Figure 3.4 Le processus de classification GICS.....	72
Figure 3.5 L'approche actuarielle par actualisation des dividendes et des cash-flows	82
Figure 3.6 Les principales priorités des dirigeants durant la phase d'intégration	104
Figure 3.7 Les métiers différents : source d'incompatibilité culturelle	107
Figure 3.8 Les variables socioculturelles de Hofstede et les études multiculturelles	108
Figure 3.9 Les variables socioculturelles : une comparaison entre la France et le Japon	109
Figure 3.10 Incompatibilité culturelle due aux perceptions et aux opinions différentes des dirigeants de l'acquéreur et de la cible.....	110
Figure 3.11 La Gestion intégrée des risques et notre contribution à l'avancement des connaissances.....	124
Figure 4.1 : Évolution du modelé d'affaire dans l'industrie des biens de consommation.....	133
Figure 4.2 : Stagnation du chiffre d'affaires de Procter & Gamble entre 1996 - 2001.....	156
Figure 4.3 P&G et Gillette: vision stratégique	159
Figure 4.4 : Evolution du prix de l'action de Procter & Gamble pour l'année 2005	181

RÉSUMÉ

L'objectif de cette recherche est la création d'un cadre visant à cartographier les risques stratégiques dans la création de valeur économique à long terme par des opérations de fusions et acquisitions.

A la base de notre riche revue de littérature, nous avons exposé les motivations stratégiques des opérations de fusions et acquisitions et nous avons décrit les principales étapes du processus d'exécution d'une telle opération. Dans un deuxième temps, nous avons exploré les types de risques stratégiques.

La maîtrise des éléments spécifiques à ces deux axes de recherche (les opérations de fusions et acquisitions et la gestion des risques) nous a ensuite servi à l'élaboration d'une cartographie complète des risques propres des opérations de fusions et acquisitions.

La deuxième étape de cette recherche est dédiée au test et à la validation de la cartographie proposée à partir de l'analyse de la fusion entre Procter&Gamble et Gillette. Les critères qui sont à la base de ce choix sont multiples et variés et ils sont largement expliqués dans les chapitres 2 et 4. À partir de notre cartographie vérifiée selon les données secondaires recueillies, réorganisées et analysées, nous avons élaboré nos conclusions, en soulignant nos contributions personnelles à l'amélioration des connaissances.

La principale contribution de cette recherche consiste dans la réalisation d'une cartographie intégrée d'identification des risques induits par des opérations de fusions et acquisitions, qui réunit plusieurs concepts, méthodes et outils propres aux diverses disciplines de gestion (la gestion

financière, la gestion stratégique, la gestion intégrée des risques, la gestion des organisations).

Cette approche intégrée différencie notre recherche par rapport à la majorité des études dans le domaine, où les fusions et acquisitions sont généralement analysées soit d'un point de vue financier soit d'un point de vu organisationnel.

Mots clés : opérations de fusions et acquisitions, cartographique des risques, gestion intégrée des risques.

Cartographie des risques des opérations de fusion et acquisitions

Introduction et objectifs de recherche

1.1 Objectifs de recherche

De nombreux chercheurs se sont penchés sur l'analyse des opérations de fusions et acquisitions (OFA), en adoptant soit une approche de recherche empirique, soit une approche qualitative, en but d'identifier les facteurs de succès d'une telle opération.

Dans le premier cas, l'échantillon choisi est généralement hétérogène, et réunit des opérations de fusions et acquisitions réalisées entre diverses entreprises provenant de divers secteurs d'activité, alors que dans le deuxième, il s'agit d'études de cas faites sur une ou plusieurs opérations de cette nature.

Dans les deux situations, des facteurs de succès ont été identifiés, sans déduction des risques induits par ces mêmes opérations, à part, bien sur, le risque financier et quelques risques stratégiques bien connus, comme, par exemple, celui d'incompatibilité culturelle entre les deux parties impliquées.

La gestion intégrée des risques semble avoir un rôle marginal dans les deux types d'approches adoptées par les chercheurs qui se sont penchés sur l'analyse des opérations de fusion et acquisition et sur l'identification des facteurs de réussite ou de succès.

Quant à «l'unité de mesure» du «succès» de ces opérations, la majorité des chercheurs utilisent l'évolution de la valeur du titre de l'acquéreuse et de la cible, avant et immédiatement après l'annonce de l'opération, et dans certains cas,

une observation à court terme de cette évolution, pouvant aller sur quelques mois, est utilisée.

En ce qui concerne la gestion intégrée des risques, plusieurs chercheurs ont fait des recherches visant à cartographier les risques globaux d'une entreprise dans des périodes de « business as usual ». Toutefois, selon notre connaissance, les risques reliés précisément aux OFA n'ont pas fait l'objet de la réalisation d'une cartographie dans aucune des études de recherche de gestion.

L'objectif de cette recherche est de défier les approches unidimensionnelles et circonscrites à un champ de gestion précis, selon lesquelles les fusions et acquisitions sont analysées soit d'un point de vue financier soit d'un point de vu organisationnel.

Nous proposons un cadre intégré d'analyse mettant en évidence le rôle de la gestion intégrée des risques stratégiques des fusions et acquisitions.

L'intérêt que nous portons à ces problématiques de recherche (la gestion intégrée des risques et les OFA) a deux raisons :

- Les opérations de fusions et acquisitions sont hautement stratégiques et elles mettent en relation plusieurs dimensions de la gestion d'une entreprise (opérationnelle, financière, réglementaire, culturelle, etc.).
- Le nombre d'opérations de fusions et acquisitions (OFA) a connu un fulgurant essor durant les années et ce mode de croissance s'avère être le mode de croissance le plus utilisé par les entreprises¹. Cette vague d'opérations de fusions et acquisitions touche quasiment tous les secteurs et ce, dans toutes les régions du monde. En analysant les données

¹ Selon la croissance du nombre d'inscriptions dans les bases de données spécialisées, comme, par exemple, Venture Expert, section VCMA (*Venture Capital Mergers & Acquisitions*), SDC, Bankscope etc.

disponibles dans diverses bases de données, on peut constater que, depuis 2005, au moins une nouvelle inscription a lieu chaque jour². Gillette et Procter & Gamble, SBC & ATT, Kmart & Sears, Pernod Ricard et Allied Domecq, Novartis et Chiron Corporation, Arcelor et Dofasco, Delta Petroleum et Castle Energy Corporation, Mital Steel et Arcelor, Falconbridge et Inco, représentent seulement quelques cas de ce type d'opérations initiées en 2005. Le taux de croissance du nombre de ces opérations en 2005 est de 19% par rapport à l'année précédente (Rapport KPMG et la base de données de *Dialogic*, 2006).

A partir de ces considérations, nous nous proposons de réaliser une cartographie des risques des OFA. Pour atteindre cet objectif, nous allons répondre à une multitude de questions sous jacentes à travers les premiers quatre chapitres de ce mémoire.

1.2 Organisation du mémoire

Le premier chapitre de notre mémoire est intégralement dédié à la présentation du concept de «fusion et acquisition». A partir de la revue de la littérature, nous allons identifier et classer les motivations stratégiques qui justifient ce type d'opération et nous allons proposer un cadre de synthèse mettant en relation les types de fusions et acquisitions et les motivations stratégiques qui les justifient. Ensuite nous allons identifier les éléments clés et critiques du processus de déroulement d'une opération de fusion et acquisition. Cette démarche nous sera très utile lors de l'analyse des risques de la phase stratégique du processus d'exécution d'une telle opération.

Le deuxième chapitre est consacré à la présentation de la méthodologie adoptée afin d'atteindre nos objectifs de recherche. Dans la première partie de ce chapitre, nous allons décrire la problématique et les étapes du processus de résolution de cette problématique. La seconde partie de ce chapitre expliquera le

² Sondage 2005 de KPMG sur les fusions et les acquisitions ; au Canada, on a enregistré en 2005 plus de 1000 fusions et acquisitions

choix méthodologique et présentera explicitement les précautions que nous avons prises pour nous conformer à la rigueur scientifique exigée par la méthodologie de recherche qualitative (étude de cas).

Le troisième chapitre se compose de deux parties. Dans un premier temps, nous définissons les concepts de base tel que la typologie des risques, la gestion intégrée des risques, la cartographie de risques, etc., qui serviront à notre cadre d'identification des risques dans le cadre des OFA. La deuxième partie comprend notre grille d'identification des risques des OFA qui composent la cartographie des risques de ces opérations. Dans cette logique nous nous proposons d'élaborer un tableau de synthèse représentant la cartographie des risques propres à chaque étape d'une telle opération, et qui nous permettra de mettre en évidence l'importance de la gestion intégrée des risques dans le processus d'une fusion ou acquisition.

Le quatrième chapitre servira essentiellement à tester, valider, et compléter notre cartographie, à la base d'une étude de cas, à savoir la fusion entre Procter & Gamble et Gillette (2005). Le choix de ce cas est légitime puisque cette opération est très récente et s'inscrit dans la même logique stratégique que celle de la majorité des opérations de ce genre qui se concluent actuellement dans le marché, à savoir des opérations de rapprochement entre deux partenaires oeuvrant dans le même secteur d'activité et ayant des parts de marché importantes dans leurs industries respectives.

Le dernier chapitre comprend nos conclusions ainsi et souligne nos contributions personnelles.

Chapitre I

Les opérations de fusions et acquisitions – Typologie, objectifs, étapes et performances

Introduction et objectifs du chapitre

Les fusions et acquisitions (OFA) se trouvent au cœur des décisions stratégiques les plus importantes que doit prendre une entreprise. Ces opérations changent l'envergure des opérations d'une entreprise et souvent la structure et le niveau de concentration de l'industrie en question. Ce chapitre est consacré à l'explication des concepts stratégiques sur lesquels sont fondées les fusions et les acquisitions (OFA).

Dans un premier temps, nous allons placer les opérations de fusions et acquisitions (OFA) dans leur contexte général, et, à la base de la revue de la littérature, nous allons présenter les différents modes de croissance.

Dans un deuxième temps, nous allons nous pencher sur les motivations et les objectifs stratégiques d'une telle opération, car ils permettent d'expliquer les raisons profondes qui poussent les entreprises à entreprendre de telles opérations hautement risquées.

A cause du fait que ces motivations et objectifs stratégiques ciblés influencent le type de l'OFA à envisager, nous allons ensuite proposer une typologie des OFA en fonction des objectifs convoités, qui est basée sur notre revue de la littérature, et qui nous permettra ensuite d'analyser les éléments caractéristiques à chaque étape d'une OFA.

1.1 Les modes de croissance de l'entreprise

Pour croître, une firme peut choisir entre deux modes de croissance, soit la *croissance interne* qui s'articule autour de la création de nouvelles capacités de production et distribution ou la *croissance externe*, basée sur l'acquisition des capacités de production/ distribution disponibles chez d'autres firmes.

Selon la majorité des études comprises dans notre revue de la littérature, il semble que les deux modes sont pertinents pour créer de la valeur économique ainsi que pour améliorer la compétitivité à long terme de l'entreprise, cependant certaines considérations stratégiques peuvent les différencier.

1.1.1 Croissance externe

La croissance externe est un mode de développement permettant à l'entreprise de contrôler des actifs déjà opérationnels sur le marché et initialement détenus par d'autres firmes (Meier et Schier, 2003).

La typologie des modes de croissance externe est vaste et les chercheurs adoptent différentes approches afin de réaliser une telle typologie et prennent en considérations plusieurs critères, comme, par exemple : les objectifs stratégiques (Whittington, 2000 ; Angwin, D. et Savill, B. 1997; Achtmeyer, W. & M. Daniell. 1988 ; Jemison, D. B., & Sitkin, S. B. 1986), les modes de financement (Boubakri, 2005, Meier et Schier, 2003, Coutinet et Sagot-Duvauroux, 2003), les aspects liés à la finance d'entreprises (Boubakri, N., Ghaddoum, Y., Chkir, I. et Kooli, M., 2005), les modes de comptabiliser ces opérations (Vernimmen et al, 2000), et les aspects juridiques et identitaires .

Tous ces aspects spécifiques feront partie de notre analyse, mais dans un premier temps nous nous proposons d'intégrer certains de ces éléments afin de nous permettre de distinguer entre les modes de croissance selon leur définition (tableau 1.1).

Tableau 1.1 : Type de croissance externe

Les modes de croissance externe	Les principaux éléments descriptifs
Fusion	Suite à la mise en commun des patrimoines de deux entreprises, il résulte une seule personne morale, qui pourrait avoir l'identité d'une des parties (<i>fusion absorption</i>) ou une identité nouvelle (<i>fusion par la création d'une entreprise nouvelle</i>).
Acquisition	<p>Une entreprise («l'acquéreur») prend le contrôle d'une autre (entreprise acquise)</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ par achat d'actions, à un cours établi par négociation avec les actionnaires de la cible ▪ par achat d'actions hostile (achat d'un nombre d'actions suffisamment important pour que l'acquéreur puisse exercer son contrôle (en détenant le «bloc de contrôle»)) ▪ par échange d'actions (l'acquéreur offre aux actionnaires de la cible des actions du nouvel ensemble, à la base d'une parité d'échange établie par les deux parties impliquées)- toutefois, cette modalité est utilisée surtout dans le cas des fusions.
Achat d'actifs	Par comparaison aux deux autres modalités de croissance externe, où il s'agit de la mise en commun des patrimoines de deux sociétés (actifs et passifs), ou de l'acquisition du patrimoine d'une entreprise par une autre, dans ce cas particulier l'acquéreur achète seulement un certain actif (usine, réseau de distribution ou autre), en prenant en charge seulement les passifs qui s'y rattachent.

Sources : Rousseau, 1990; Meier et Schier, 2003, Coutinet et Sagot-Duvaurox, 2003.

Bien que les fusions et acquisitions soient les formes de croissance externe les plus spectaculaires et répandues, d'autres modes de croissance externe prennent de plus en plus de place. Les joint-ventures, les alliances stratégiques et les franchises sont d'autres modes de croissance hybride.

Les chercheurs démontrent que ce mode de croissance permet à l'acquéreur un accès rapide à des nouveaux marchés géographiques, clients, technologies et compétences, en plus de lui offrir la possibilité d'améliorer l'envergure de son système de distribution, et d'élargir son portefeuille de marques (Rousseau, 1990; Meier et Schier, 2003, Coutinet et Sagot-Duvaouroux, 2003 ; Boubakri, 2005 ; Whittington, 2000).

Plusieurs chercheurs montrent que ce type de croissance exige la disponibilité d'un important cash-flow ou l'accès à des capitaux disponibles à un taux compétitif, afin d'atteindre rapidement les objectifs visés (Mueller 1989, Denglos, 2003). Par conséquent, les risques de ces opérations seraient plus grands pour les PME qu'ils ne le sont pour les grandes entreprises.

1.1.2 Croissance interne

La croissance interne correspond à un développement progressif et linéaire d'une entreprise, qui investit dans l'accroissement de ses capacités de production, l'élargissement de ses marchés, le développement des technologies et connaissances nouvelles, et ce, tout en préservant son identité et son relative «indépendance» dans ces façons d'agir. Toutefois, en évitant le mode de croissance externe afin de garder son identité et son «indépendance» (juridiques, mais à la fois stratégiques), l'entreprise assume d'autres risques, comme, par exemple celui de la dépendance du marché du crédit qui lui fournit ses ressources financières pour investir, ou encore celui de dilution du capital (si l'investissement est financé par émission d'actions) ; de plus, lorsque l'entreprise choisit cette voie de croissance, les délais nécessaires à mettre en place ces changements sont beaucoup plus longs (Allaire et Firsirotu, 2004).

1.1.3 Croissance hybride

Le choix entre les deux modes de croissance décrits ci haut est étroitement dépendant du type de l'entreprise (secteur, taille, niveau de diversification, etc.) et de la stratégie adoptée par cette dernière (spécialisation versus diversification). Ainsi, par exemple, selon plusieurs auteurs, la croissance interne ne serait pas efficace que si la firme possède déjà des compétences, des ressources et un savoir faire très pointus, dans un secteur où elle est spécialisée (Meier O. et Schier G, 2003).

Par conséquent, les avantages et les désagréments propres à chaque mode de croissance devraient être appréciés en corrélation avec les objectifs et les contraintes de l'entreprise. Selon les chercheurs, ces deux modes de croissance ne seraient pas incompatibles et pourraient être associées (voir tableau 1.1 : Comparaison entre la croissance interne et la croissance externe).

La croissance hybride est définie dans la littérature scientifique comme étant un mode de croissance qui consiste en une association entre deux ou plusieurs entreprises dans le but de réaliser un projet ou développer conjointement une activité spécifique, en coordonnant leurs compétences (Meier O. et Schier G, 2003, Allaire et Firsirotu, 2004).

L'originalité de ce mode de croissance réside dans la création d'une nouvelle entité (entreprise, filiale, franchise, etc.) où chaque partenaire contribue par les actifs, les ressources et les compétences nécessaires, tout en gardant son indépendance juridique et morale. Ce mode de croissance permet de combiner certains avantages de la croissance externe avec ceux de la croissance interne. Pour donner un exemple d'un tel arrangement structurel, on pourrait faire référence au système de franchise mixte de McDonald's, qui comprend des restaurants corporatifs et des restaurants franchisés; ces deux types d'établissements partagent une identité stratégique commune (qui s'appuie sur les marques enregistrées de McDonald's), mais les partenaires (franchiseurs et franchisés) gardent leur identité juridique et morale. De plus, les deux partenaires

partagent l'investissement initial et les risques stratégiques qui pourraient affecter les revenus (C. Dumitriu, 2006).

1.1.4 Comparaison des différents modes de croissance

La finalité des ces différents modes de croissance est identique. Ainsi, dans un premier temps ces modes de croissance permettent à l'entreprise de s'adapter à l'évolution de son environnement et dans un deuxième temps de créer une valeur économique durable.

Cependant le choix d'un certain mode de croissance doit faire l'objet d'une analyse approfondie portant sur l'équilibrage à faire entre l'intégration administrative ou l'option de marché (Allaire & Firsirotu 1993).

Meier O. et Schier G (2003) proposent une comparaison entre les deux modes de croissance (tableau 1.2).

Tableau 1.2 : Comparaison entre la croissance interne et la croissance externe

	Avantages	Inconvénients	Types d'entreprises principalement concernées
Croissance interne	<p>Permet de préserver l'expérience et le savoir faire accumulés</p> <p>Permet de préserver le cadre mental et les valeurs de l'organisation de l'entreprise</p> <p>Préservation de l'autonomie de l'entreprise</p> <p>Continuité – évite un processus de réorganisation ou de restructuration</p>	<p>Vulnérabilité en cas de changement de conjoncture ou de maturité du marché (investissements non amortis)</p> <p>Difficultés pour atteindre une taille critique suffisante</p> <p>Délai long de mise en place</p>	<p>Petites et moyennes entreprises</p> <p>Entreprises familiales non cotées en bourse</p> <p>Entreprises spécialisées</p>
Croissance externe	<p>Accès rapide à de nouveaux marchés/produits</p> <p>Développement rapide à l'international</p> <p>Bénéficier de synergies de coûts ou de complémentarités</p> <p>Augmentation du pouvoir de négociation de l'entreprise.</p>	<p>Investissements lourds</p> <p>Problèmes de gouvernance et contrôle des activités regroupées</p> <p>Coûts d'intégration et de réorganisation des activités</p> <p>Impact psychologique de l'opération sur l'organisation</p> <p>Difficultés (possibles) d'intégration culturelle et managériale des entités</p>	<p>Grandes entreprises internationales</p> <p>Entreprises ayant fait le choix de la diversification ou de l'intégration verticale</p>

Source : Meier O. et Schier G., «Fusions acquisitions: Stratégie, Finance, Management », page 11, Dunod, 2003.

En conclusion, l'entreprise fait le choix d'un certain mode de croissance (interne/externe/hybride) dans le but de développer ses activités et d'améliorer sa performance. Chaque mode est choisi en fonction des objectifs de l'entreprise et dans une dynamique du marché bien spécifique. Bien que la croissance interne

soit plus adaptée pour les PME et que la croissance externe soit plus adaptée pour les grandes entreprises et les MNE (les entreprises multinationales), ces trois modes peuvent cohabiter dans le cadre de la stratégie d'une même entreprise.

1-2 Typologie des opérations de fusions et acquisitions

Comme nous avons mentionné plus haut, les opérations de fusions et acquisitions font l'objet de multiples classifications en fonction de critères juridiques, financiers, économiques et stratégiques. Dans le contexte de notre recherche nous allons utiliser la classification la plus courante, celle de « Federal Trade Commission », qui vise essentiellement à analyser le degré de proximité professionnelle entre les firmes regroupées et à avertir sur la position recherchée par la nouvelle direction au sein du secteur considéré.

1.2.1 Fusions – acquisitions horizontales

Les fusions et acquisitions (OFA) horizontales, sont celles qui unissent des entreprises opérant dans un même secteur d'activité. Au sujet de ce type de OFA les chercheurs identifient deux écoles de pensée (Capron, 2000, 2003) :

- D'un côté, on retrouve l'école néo-classique à laquelle adhèrent les économistes et les experts en stratégie, qui estiment que les OFA améliorent la position concurrentielle de l'entreprise, par développement de synergies et transfert de compétences spécifiques.
- De l'autre côté, on retrouve un courant de pensée induit par l'école à laquelle adhèrent les chercheurs en sciences sociales et psychologiques, et qui considèrent que les OFA sont simplement un moyen de renforcer la position sur le marché, et d'augmenter la rentabilité au détriment des consommateurs.

Ce type de fusions et acquisitions est le plus répandu et représente plus de la moitié du total des opérations réalisées sur le marché américain (Capron Laurence, 2003).

L'acquisition d'un concurrent direct ou la fusion avec ce dernier dans le but d'améliorer la part de marché représente l'opération la plus surveillée et selon le climat réglementaire actuel, la plus sévèrement pénalisée, à cause du fait qu'elle favorise la concentration de l'industrie. Nous pouvons citer comme exemple, les rapprochements entre Exxon et Mobil Oil, Daimler et Chrysler, GlaxoWellcome et SmithKlineBeecham, Hewlett Packard et Compaq.

1.2.2 Fusions – acquisitions verticales

Les OFA verticales consistent à prendre le contrôle d'entreprises en amont ou en aval de la filière économique. Ces opérations permettent de réduire les coûts de transaction (Allaire et Firsirotu, 2004) et ainsi obtenir des avantages sur les concurrents. L'entreprise peut alors augmenter son pouvoir de marché en contrôlant l'accès aux matières premières et/ou aux circuits de distribution.

Une OFA «verticale» élève ainsi des barrières dissuasives pour les concurrents et permet d'augmenter le pouvoir de négociation envers les clients et les fournisseurs. Nous pouvons citer à titre d'exemple l'acquisition par Coca Cola de ses propres embouteilleurs, afin qu'elle puisse contrôler la filière des boissons gazeuses (LeRoy. F, 2003) ou encore l'acquisition d'un nombre de salles de cinéma par les studios Paramount Picture. (Allaire & Firsirotu 1987). Les OFA dites de «convergence» s'inscrivent généralement dans cette catégorie, car en fait elles procurent au nouvel ensemble un pouvoir accru dans plusieurs maillons de la chaîne de valeur de l'industrie. Nous pouvons citer à titre d'exemple l'OFA entre AOL et Time Warner, visant à faire bénéficier le nouvel ensemble des synergies résultant de la convergence entre le développement du «contenu» et sa distribution (convergence «contenant- contenu», C. Dumitriu, 2002).

Bien que ces fusions et acquisitions semblent doter l'acquéreur d'un pouvoir d'influence et d'une position de force intéressante sur le marché, les chercheurs montrent que les coûts de complexité et notamment les coûts de mandat sont de nature à rendre ces opérations risquées et laborieuses (Allaire & Firsirotu 1987, 1993, 2004).

1.2.3 Fusions – acquisitions concentriques

Les fusions et acquisitions de type concentrique s'inscrivent dans une logique de diversification liée. Les synergies et les complémentarités des activités de l'acquéreur et de l'entreprise acquise favorisent grandement ce type d'opération. La logique de diversification reliée nous ramène aux concepts de stratégie d'envergure (Allaire et Firsirotu 1993).

En effet ce type d'opération vise à unifier dans une même entreprise le développement et/ou la production et/ou la distribution de produits (ou de services) divers de façon à faire bénéficier l'entreprise concernée de tous les avantages économiques ou commerciaux découlant des liens entre ces produits ou services à quelque stade que ce soit (Allaire, Y., et Firsirotu, M., 1987). L'acquisition récente de Gillette par P&G s'inscrit dans cette logique.

L'attrait de ces opérations repose sur les économies de coûts engendrés grâce au partage d'actifs, de ressources et de compétences entre les divers produits ou services; cependant, les coûts de complexité associés à un tel système stratégique risquent d'annuler les synergies escomptées.

1.2.4 Fusions – acquisitions conglomerates

Les fusions acquisitions conglomerates impliquent des entreprises exerçant des activités fortes différentes. Ces opérations sont généralement motivées par une volonté de diversifier le risque et d'équilibrer le portefeuille d'activités en fonction des cycles de vie des produits ou des services.

Elles ne visent pas à exploiter des synergies, et à dégager des économies immédiates, mais plutôt à redéployer les ressources vers des secteurs ou des industries plus rentables et surtout en pleine croissance. Philip Morris, le grand joueur dans l'industrie du tabac qui par des acquisitions a diversifié ses activités dans l'agroalimentaire, afin de contrer le risque du déclin de l'industrie du tabac, y constitue un exemple.

Même si ces OFA visent à limiter les risques, les études réalisées par les chercheurs avisaient depuis les années '90 (Allaire & Firsirotu, 1987 ; Singh et Montgomery, 1987) sur le fait que ce type d'opération réussit rarement à créer de la valeur pour les actionnaires.

Plusieurs études plus récentes montrent qu'en fait 75% de ces transactions ne réussissent pas à créer de la valeur économique durable (Watson Wyatt, 2003 ; Accenture, 2006).

1.3 Contexte macroéconomique des fusions et acquisitions

Plusieurs chercheurs montrent que les fusions et acquisitions ne se manifestent pas linéairement dans le temps, mais plutôt d'une façon discontinue, «par vagues», et que chaque «vague» a une motivation spécifique liée au contexte économique et technologique propre à la période en question. Ainsi, ces chercheurs (Coutinet N. & Sagot-Duvauroux (2003), Capron, 1995) ont identifié cinq «vagues d'OFA» depuis la fin du XIX^e siècle jusqu'à aujourd'hui.

- **1883-1904 (OFA horizontales):** le développement des transports ferroviaires et des moyens de communication a favorisé une large circulation des marchandises augmentant ainsi la taille potentielle des marchés. La motivation principale des entreprises ayant eu recours à des OFA était d'acquérir une position dominante sur un marché déterminée (« mergers for monopoly »).

- 1916-1929 (**OFA pour des fins oligopolistiques**) : Le développement des moyens de transport (chemins de fer, automobile) a été le catalyseur d'une nouvelle vague de fusions et acquisitions. Les principaux objectifs de ce type d'opérations à l'époque étaient d'élargir l'offre de gammes de produits, l'augmentation de l'envergure de marché et un meilleur contrôle du système de production (intégration verticale). En réaction à cette importante vague d'OFA, des lois antitrust ont fait leur apparition dans le but de lutter contre les monopoles résultant de cette vague. La grande crise de 1929 a marqué la fin de cette vague de croissance externe.
- 1960-1973 (**OFA conglomerates**) : Cette vague se base sur l'apparition de nouveaux concepts en gestion prônant la diversification non reliée de l'entreprise en tant qu'outil de gestion de risque. La généralisation de la forme d'organisation multi divisionnaire et l'arrivée de la firme diversifiée de types «conglomérat» et «holding» favorisent cette croissance externe de type conglomérat. Le choc pétrolier de 1973 a mis fin à cette vague d'OFA.
- 1978-1989 (**OFA hostiles et de recentrage**) : La quatrième vague d'OFA s'inscrit dans un mouvement de mondialisation croissante qui entraîne une dépendance de plus en plus étroite entre les économies des pays industrialisés. Ces OFA sont aussi le résultat du choc pétrolier de 1973, d'où la multiplication des opérations de recentrage des grands conglomérats malmenés. Cette situation explique en grande partie la multiplication des OFA hostiles ainsi que les mouvements de désinvestissement massif dans des activités périphériques. La fragilité croissante des marchés risqués (junk bond), le retournement conjoncturel de l'économie mondiale et la guerre du golfe ont stoppé cette vague d'OFA.
- 1990-2000 (**OFA motivées par la mondialisation et l'évolution technologique**) : la mondialisation accélérée des marchés, la

déréglementation des industries et la révolution technologique induite par les nouvelles technologies Internet sont à l'origine de cette nouvelle vague d'OFA qui regroupe très souvent des firmes de nationalités différentes pour former des grandes firmes multinationales. L'«l'explosion» de la bulle spéculative du marché des hautes technologies en 2001, marque la fin de cette vague d'OFA.

En conclusion, on peut constater que les OFA ont connu un développement «cyclique», par vagues, et que certains secteurs d'activité ont été plus concernés que les autres, à un moment de l'histoire économique (C. Dumitriu, 2003).

1.4 Les étapes d'une OFA

La décision d'acquisition ou de fusion est le résultat d'une analyse stratégique solide, qui déclenche un processus systémique nécessaire à la mise en place des actions qui s'y rattachent. Ce processus dynamique et itératif, comprend des actions et des rétroactions, qui nécessitent un grand nombre d'arbitrages.

Plusieurs études scientifiques en matière de fusion et acquisition associent le degré élevé de la planification au succès des transactions; en effet, ces études montrent que le manque de planification et le non respect des procédures et des processus reliés à ces transactions sont la principale cause d'échec des OFA. (Samuel, 2003, Coutinet N.& Sagot-Duvauroux 2003, Rousseau, 1990, Achtmeyer et Daniell, 1988 ; Jemison D.B., Sitkin S.B, 1986, Ansoff & al, 1971 ; Kitching, 1967).

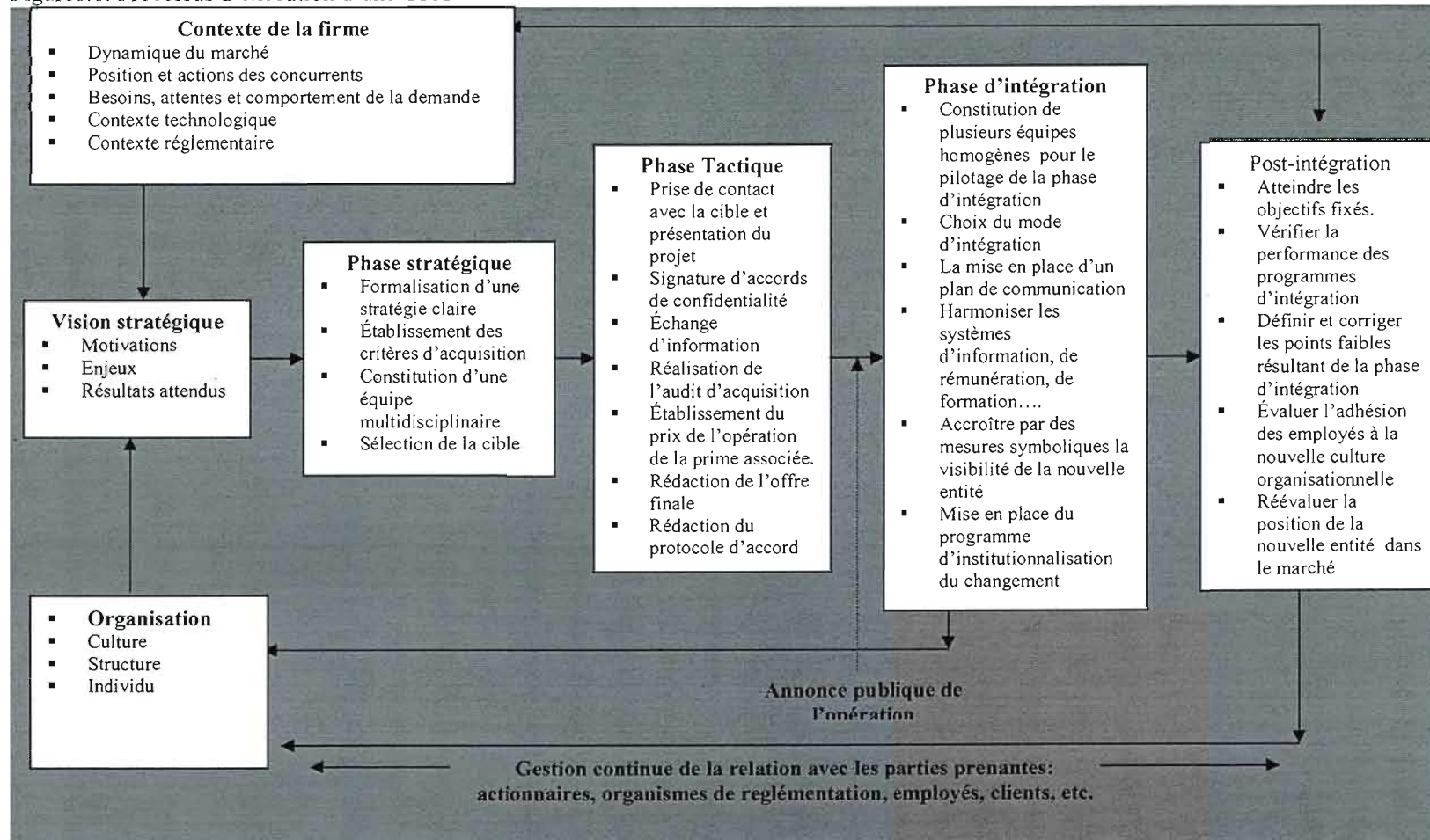
Les chercheurs distinguent trois phases successives dans le cadre de ce processus (Samuel, 2003, Coutinet N.& Sagot-Duvauroux 2003, Rousseau, 1990, Meier, 2003, Pasquero, 1987, Perry et Hord, 2004, Barabel et Meier, 2002).

- Phase stratégique : Cette phase vise l'élaboration des objectifs stratégiques. L'acquéreur, assisté par des analystes stratégiques et financiers et des conseillers juridiques, établit la vision, les objectifs stratégiques de l'OFA et fait une analyse des entreprises cibles, selon les critères fixés et selon sa vision stratégique. Cette phase se termine fondamentalement par le choix de l'entreprise cible, suivi par la préparation (Due Diligence) de l'opération. Toutefois, le processus de *Due diligence* comprend plusieurs aspects tangibles (mesurables), raison pour laquelle nous allons traiter de ces aspects dans le cadre de notre cartographie de risques reliés à la phase tactique.
- Phase Tactique : Cette deuxième phase se résume dans la prise de contact avec la direction de la cible, la formulation officielle de la demande d'information opérationnelle supplémentaire et la négociation des termes de l'OFA. Notons que lors d'une opération hostile, les négociations sont très limitées et se résumeront à une guerre «musclée» déroulée sur les marchés financiers, comme se fut le cas de l'OFA hostile lancée par Nestlé sur Perrier, en 1992, et décrite par C.Dumitriu (2006). Toutefois lors d'une opération amicale, les négociations entraînent une collaboration entre les deux entreprises. Dans la plupart des cas cette phase implique la participation de plusieurs professionnels, consultants, analystes, avocats et cadres de la haute direction. Cette étape est aussi importante que la première, puisque elle énoncera les conditions économiques de l'opération, les modalités de la prise de contrôle, le prix de la transaction, etc. Cette étape prend fin lors de l'annonce officielle.
- Phase d'intégration : La troisième phase est celle de l'intégration organisationnelle. Cette phase débute effectivement après avoir reçu l'accord des organismes de réglementation, bien que sa préparation puisse débuter immédiatement après la phase tactique. Cette phase peut durer quelque mois et voire même quelques années. C'est durant cette phase que la direction du nouvel ensemble tente d'intégrer les actifs, systèmes de

gestion, et cultures organisationnelles des deux entreprises, dans le cadre du nouvel ensemble.

*Chapitre I – Les opérations de fusions et acquisitions –
Typologie, objectifs, étapes et performances*

Figure 1.1: Processus d'exécution d'une OFA



Sources : Synthèse réalisée à partir de la revue de la littérature

1.4.1 La phase stratégique

Cette phase, qui est la plus importante, est, comme nous allons le montrer plus tard, déterminante dans le succès ou l'échec d'une OFA. Durant cette phase l'acquéreur expose sa vision stratégique et révèle les arguments et les motivations qui supportent une telle décision. Ces motivations influencent fortement un grand nombre d'arbitrages et de choix qui devront être faits tout au long du reste du processus.

1.4.1.1 Elaboration d'une vision stratégique

De prime abord, l'acquéreur devrait élaborer une stratégie claire et crédible avant le lancement de toute OFA. La haute direction de l'acquéreur assistée par des collaborateurs internes et parfois externes, déclanche un examen approfondi de son positionnement concurrentiel, de la dynamique concurrentielle des marchés, de l'évolution de la demande et de l'offre, des forces et faiblesses internes et externes de l'entreprise.

Cette étape de la phase stratégique ressemble beaucoup à un processus de planification stratégique classique. La haute direction doit décider, sur la base d'un diagnostic stratégique visant à étudier les forces et faiblesses de l'entreprise, et à distinguer les opportunités et menaces à saisir ou à contrer, de la démarche appropriée à suivre pour assurer une création de valeur soutenue.

Le résultat de cette réflexion est une vision stratégique de ce que va être le nouvel ensemble. Cette vision doit être accompagnée par un agenda stratégique crédible et surtout limpide qui comporte une classification et une clarification des objectifs, des critères de sélection de la cible, des risques acceptables, des budgets alloués à l'opération, etc.

1.4.1.2 Constitution d'une équipe de projet

La complexité et l'importance des OFA nécessitent la constitution d'une équipe multidisciplinaire composée essentiellement des cadres de la haute direction et des consultants externes placés sous la responsabilité directe du président du conseil d'administration ou du président directeur général. Cette équipe doit aborder et analyser une multitude d'aspects reliés à des divers domaines. Généralement les attributions d'une telle équipe sont (Meier et Schier, 2003):

1. Établir une liste des cibles intéressantes
2. Choisir la cible
3. Préparer les premières réunions avec la direction de la cible
4. Demander l'information nécessaire pour débiter les activités d'audit
5. Organiser le calendrier des négociations
6. Créer une équipe regroupant des cadres *opérationnels* des deux entités afin d'assurer une communication interne et externe à tous les niveaux
7. Évaluer plusieurs variantes du montage financier de l'opération, qui seront négociées avec la cible
8. Préparer le contrat
9. Présenter les termes de l'accord aux cadres de la haute direction («Board») en but d'obtenir leur support
10. Présenter les termes de l'accord aux actionnaires, qui doivent voter et approuver le contrat final.

Dans l'exécution de ces tâches cette équipe doit prendre des décisions d'ordres stratégiques et tactiques. Le soutien et l'appui des principaux dirigeants de l'acquéreur à cette équipe sont primordiaux. Cependant cette équipe doit aussi obéir aux recommandations du conseil d'administration.

1.4.1.3 La recherche et la sélection des cibles potentielles

L'étape de sélection et d'évaluation des cibles potentielles constitue le premier pas dans le long processus d'une OFA, il représente le passage à l'acte dans l'exécution d'une stratégie formelle. Durant cette étape l'équipe en charge de l'opération doit dénicher les cibles qui répondent aux objectifs stratégiques formulés par la haute direction de l'acquéreur et qui sont compatibles avec les valeurs et la culture de l'acquéreur.

Ce difficile exercice d'équilibre peut conduire l'OFA directement à l'échec, avant même la conclusion et l'annonce officiel de l'opération. (Aiello & Watkins, 2000).

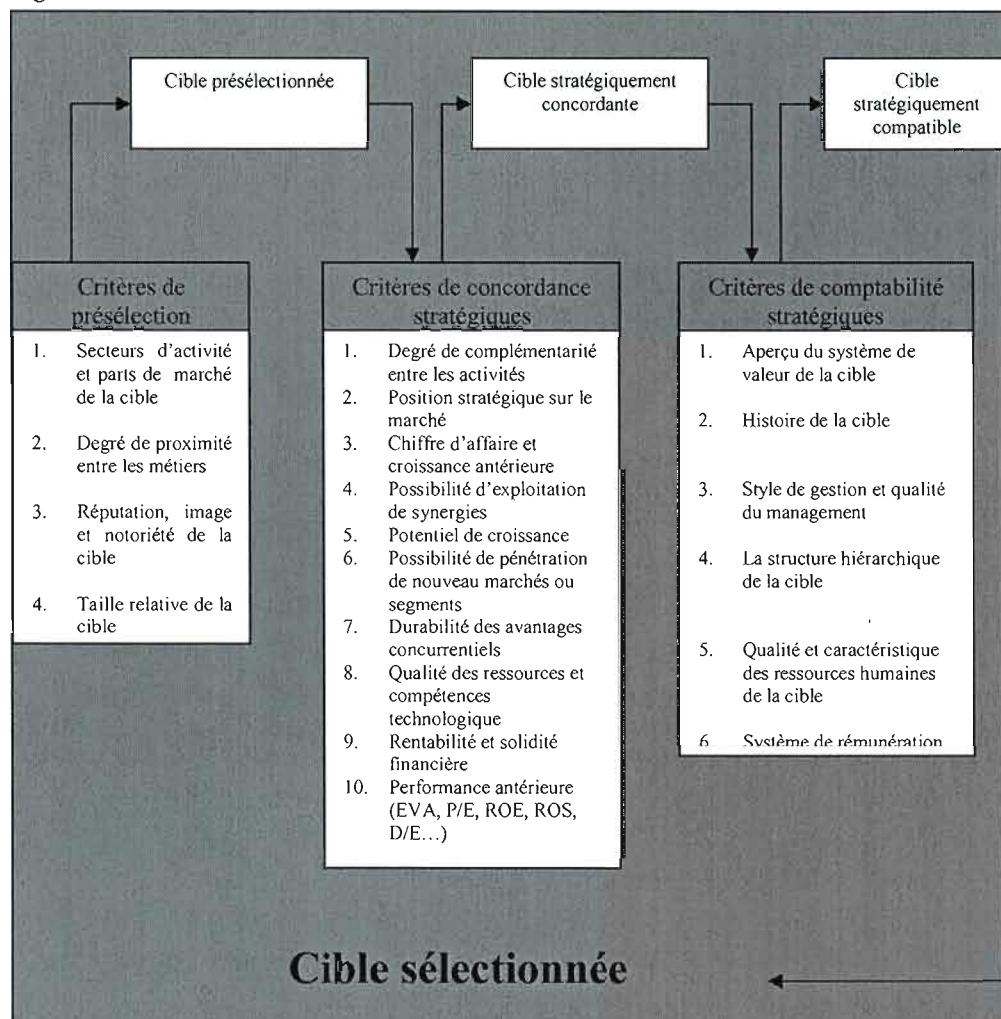
Dans un premier temps, cette étape implique une définition claire des critères de sélection. Dans un deuxième temps, elle suggère une recherche active au travers de bases de données ou par l'intermédiaire des spécialistes, tels que les banques d'affaires et les bureaux de consultants, d'avocats.

Une présélection permet d'affiner les résultats de la recherche selon des critères généraux d'ordre stratégique (comme, par exemple, *le métier* de la cible, ses gammes de produits, ses marchés et ses parts de marchés).

Les meilleures cibles présélectionnées feront l'objet d'une analyse plus approfondie afin d'établir le degré de concordance stratégique avec les objectifs poursuivis ainsi que le degré de comptabilité stratégique entre l'acquéreur et la cible, permettant ainsi de trouver un compromis efficient entre l'atteinte des objectifs stratégiques et la possibilité de bonne condition d'intégration de la cible, et d'éviter tout risque de destruction de valeur.

La figure 1.2 présente les critères et la dynamique de recherche et de sélection de la cible dans le d'une OFA.

Figure 1.2 : Critères de recherche et de sélection de la cible



Sources : Meier O. et Schier G., « Fusions acquisitions: Stratégie, Finance, Management ». Dunod. 2003

Une fois la cible sélectionnée, l'équipe de gestion de l'opération entrera en contact avec la haute direction de la cible pour l'informer des intentions de l'acquéreur et signer un accord de confidentialité qui vise à éviter toute enchère éventuelle causée par un possible riposte d'un concurrent, suite à une fuite d'information.

1.4.2 Phase tactique

Cette phase détermine les conditions économiques de l'opération, les modalités de la prise de contrôle, le prix de la transaction, les garanties offertes à

l'acheteur. Les rapports de forces et décisions qui en découlent durant cette phase seront lourds de conséquence au niveau des relations sociales entre l'acquéreur et la cible, appelés à collaborer ensemble durant la prochaine phase (phase d'intégration).

Le déroulement de cette phase s'inscrit dans la continuité de la phase stratégique. Une fois que l'équipe responsable de l'OFA a procédé à la sélection d'une ou de plusieurs cibles, la direction de l'acquéreur approchera et entrera en contact avec la cible afin de dévoiler ses intentions (dans le cas d'une OFA amicale). Simultanément cette même équipe accueillera d'autres membres et spécialistes en finance, en comptabilité, des conseillers juridiques, etc.

La nouvelle équipe sera décomposée en plusieurs petites équipes ayant une mission d'investigation de la cible selon leurs champs de compétences respectives pour un audit complet de la cible. Une fois que l'étape de *Due diligence* sera achevée, l'acquéreur aura accès aux informations financières et stratégiques détaillées et pourra ainsi déclencher les négociations portant sur le prix de la transaction, les modalités de paiement, de financement, etc. Dans le cas d'une OFA amicale cette étape devrait aboutir à une entente formelle entre les deux parties.

1.4.2.1 Audit de la cible

L'audit de la cible (l'étape dénommée « Due Diligence ») sert essentiellement à évaluer les éléments (postes comptables, aspects stratégiques, etc.) permettant d'aboutir à une juste valorisation de la cible. Dans cette logique, l'audit de la cible s'avère vital, il permet à l'acquéreur de prendre connaissance de l'ensemble des risques que présente la cible afin de dégager le potentiel de création de valeur de l'acquisition.

Le processus de *due diligence* comporte trois grands champs d'investigation (Meier O. et Schier G, 2003)

- Les audits financiers et comptables sont les plus populaires. Ces audits servent à vérifier l'authenticité et la validité des informations financières qui figurent au bilan de la cible.
- Les audits stratégiques visent à étudier en profondeur le potentiel stratégique de la cible (marchés et clients, technologies et effort de recherche et développement, brevets et autres formes de propriété intellectuelle, part de marché, marques et leur positionnement distinctif, etc.).
- Les audits légaux et réglementaires visent à vérifier la conformité de la cible du point de vue réglementaire. L'analyse se focalise surtout sur les aspects reliés au respect des normes environnementales et légales.

Tableau 1.3 : Les différents types d'audit dans le cadre d'une OFA

Type d'audit	Eléments d'investigation
L'audit comptable et financier	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Prendre connaissance des pratiques et normes comptables de la cible ▪ S'assurer que les comptes annuels sont réguliers et sincères ▪ Vérifier les postes comptables clés comme les capitaux propres, le résultat d'exploitation, l'estimation du flux de trésorerie, la dotation aux amortissements, dette, garantie... ▪ Vérifier les coûts et les ratios de performance opérationnelle ▪ S'assurer de la validité du report de la dette consolidée dans le cas d'une filiale ▪ S'assurer de la nature et de la validité économique des relations contractuelles avec les employés, les fournisseurs, les clients ▪ Vérifier les passifs, la dette, les garanties sur la dette de la cible et leurs évolutions dans le temps
L'audit légal	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Étudier les aspects juridiques reliés aux actifs la <i>nature des contrats clés</i> entre la cible et ses partenaires (Baux commerciaux, les prêts bancaires, les immeubles et le crédit – bail immobilier) ▪ Étudier les aspects reliés la <i>nature des contrats clés</i> entre la cible et ses partenaires sociaux: Convention collective, contrats de travail, engagements spécifiques envers les employés clés, relations avec les clients et les fournisseurs, avec le gouvernement et les organismes de réglementation, etc. ▪ Examiner les aspects reliés à l'environnement: vérifier que les sites industriels ne présentent pas de risques majeurs de détérioration de l'environnement.
L'audit stratégique	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Revérifier le positionnement stratégique de la cible ▪ Analyser la dynamique du marché et les projections futures des revenus de la cible ▪ Revoir la configuration des coûts, la stratégie commerciale de la cible ▪ Prendre connaissance de la répartition du chiffre d'affaire en fonction des produits et des clients ▪ Évaluer la réputation et perception du marché vis à vis de la cible ▪ Identifier avantages jugés compétitifs ▪ Évaluer le degré de complémentarité entre la cible et l'acquéreur et identifier les synergies attendues.

Sources : Meier O. et Schier G., «Fusions acquisitions: Stratégie, Finance, Management ». pp. 178 – 182, Dunod. 2003 et Pochet C., « Audit d'acquisition et expertise indépendante dans les opérations de fusion – acquisitions : le cas Aérospatiale Matra », pp. 190 - 194

Chaque opération est unique et chaque audit doit être personnalisé afin d'identifier les forces et les faiblesses de la cible. L'étape de la « Due Diligence » est toujours délicate puisque la cible, pourrait profiter de l'asymétrie de l'information et tenter de surévaluer son potentiel de croissance ; de l'autre côté l'acquéreur tentera de minimiser la valeur de la cible tout en justifiant sa volonté d'acquisition.

La quantité d'information recueillie durant la « Due Diligence » peut être inutile si elle n'est pas bien classée, analysée et mise en contexte. En effet

l'information obtenue doit être traitée et structurée en bases de données pour être mise à la disposition des cadres, afin de leur permettre d'affiner l'estimation du prix d'acquisition et de générer plusieurs scénarios possibles liés à la transaction.

1.4.2.2 Détermination de la valeur et du prix de l'OFA

La détermination de la valeur et du prix relatif à une OFA est une étape importante, délicate et complexe en raison de la multitude des éléments à prendre en compte dans la fixation du prix et du choix de la méthode de l'évaluation de la valeur de la cible. L'évaluation de la cible va encore plus loin que le simple examen des informations financières compilées dans le bilans, le états de résultat, etc. La négociation du prix d'une transaction d'une OFA de grande envergure est un exercice d'équilibrage entre plusieurs considérations stratégiques et financières.

Avec l'établissement du prix, l'acquéreur et la cible doivent négocier certains éléments techniques de l'opération comme la nature du financement de l'opération (par échange d'actions, par liquidités, ou un mix entre actions et argent comptant), les modalités de prise de contrôle (acquisition d'actifs, acquisition de titres de propriété, fusion absorption, etc.), la détermination de la valeur de certains éléments intangibles.

Lors de la négociation l'acquéreur tentera d'offrir le plus bas prix et les termes les plus favorables pour lui. La cible de son côté tentera de valoriser ses atouts et de bénéficier des meilleures termes possibles afin d'obtenir la prime la plus élevée possible. Toutefois, l'établissement du prix est aussi tributaire des objectifs stratégiques de l'acquéreur et de la cible.

Le prix devient donc une combinaison unique entre plusieurs facteurs ce qui donne un aspect unique à chaque OFA. Le tableau 1.4 relatif aux éléments les plus importants qui composent le prix d'une OFA, explicitera les variables à prendre en compte dans cet exercice sensible, périlleux et risqué. A ce sujet, il faut mentionner que la SEC a modifié et amélioré la réglementation concernant les contraintes imposées à la négociation du prix (SEC, «Best Price Rule», 14d-10(a)(2) under the Securities Exchange Act, le 16 décembre 2005).

Tableau 1.4 : Les éléments à prendre en compte dans la fixation du prix

Éléments	Explication
Valeur accordée à la cible	La détermination de la valeur de la cible est l'élément le plus discuté dans la littérature et le plus négocié lors d'une OFA. Le choix de la méthodologie, de l'approche et des paramètres à prendre en compte est important pour cerner la juste valeur de la cible.
Modalité de paiement	Les deux parties sont invitées à s'entendre sur les points suivants : <ul style="list-style-type: none"> ▪ Le montant et la nature du paiement lors de l'annonce (cash, par échange de titres, mixte, etc.) ▪ Le nombre d'actions à acquérir ou à détenir pour officialiser la transaction ▪ Le montant du règlement des dettes et des obligations de la cible (dans le cas d'une acquisition de titres)
Termes de la transaction	Durant les négociations, les deux parties doivent s'entendre sur : <ul style="list-style-type: none"> ▪ Le nombre et les intervalles des paiements ▪ Les ajustements envisagés en fonction de l'évolution du taux d'intérêt. ▪ Les engagements restrictifs et affirmatifs contenus dans l'accord (comme clause de non concurrence, utilisation des marques de commerce, garantie des comptes fournisseurs, etc.) ▪ Les dispositions de transfert de valeur de l'acquéreur à la cible ▪ Les garanties sur les paiements
Autres considérations : allocation du prix par élément acheté	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Les stocks et les actifs tangibles ▪ Une liste des clients ▪ Un engagement de non concurrence de la direction de la cible ▪ Les brevets, les marques de commerces, les fonds de commerce ▪ Les redevances à percevoir ▪ Le « Good Will » <p>Souvent, il est très difficile d'allouer des fractions du prix pour chacun de ces éléments.</p>

Sources: Machiz. B.R : « M&A Viewpoint: The Value, Price and Cost of Acquisitions », Acquisition Market Place Review, 2002 et SEC, « Best Price Rule », 14d-10(a)(2) under the Securities Exchange Act, le 16 décembre 2005

A part les éléments quantifiable identifiés dans le tableau 1.4, une bonne évaluation doit alors prendre en compte une multitude de facteurs qualitatifs et difficilement quantifiables, comme les perspectives de croissance future, le potentiel du marché, le profil des ressources humaines, le développement anticipé de l'entreprise, les entraves au développement, etc. L'évaluation de valeur de la

cible devient alors un exercice qui tente de cerner le potentiel futur de création de valeur de la cible.

L'acquéreur doit payer une prime « goodwill » afin de rendre son offre attrayante.

Les risques relatifs aux choix d'une technique d'évaluation adéquate de la cible et du calcul du « goodwill », ainsi qu'au choix du montage financier représentent donc des risques importants que nous allons considérer pour notre cartographie des risques des OFA.

1.4.2.3 Négociation

Après avoir sélectionné et évalué la cible du point de vue stratégique et financier, l'entreprise démarre les négociations. Cette étape est une épreuve de force entre la cible et l'acquéreur. La cible, sachant que l'acquéreur est intéressé, tend à montrer seulement les éléments qui confortent sa situation et augmentent sa valeur ou son potentiel de création de valeur. En même temps, l'acquéreur doit faire preuve d'objectivité et de clairvoyance afin de porter un jugement objectif concernant la situation de la cible.

D'habitude la négociation débute par un premier contact avec la cible. La durée de cette phase est tributaire de l'importance du projet, de sa complexité et de l'expérience des deux parties en matière de négociation des OFA. C'est la haute direction de l'entreprise acquéreuse qui doit être responsable de la conduite et de la fixation de l'agenda des négociations. Elle doit aussi s'assurer de la confidentialité.

Dans le cas où la négociation aboutit à une entente, les procédures formelles commencent aussitôt. La communication aux personnes concernées, les informations et le processus de divulgation doivent être prêts. Le cheminement des procédures et des négociations variera selon la situation de la cible (entreprises cotées en bourse ou non).

Tableau 1.5 : Les différences majeures durant l'étape de négociation, selon que la cible soit cotée ou non

Cible cotée	Cible non cotée
Approcher discrètement la direction de la cible	Approcher discrètement la direction de la cible
Définir un type de rapprochement (amical ou hostile) et la forme (fusion, acquisition)	Confirmer l'intérêt de rapprochement entre l'acquéreur et la cible
Exiger et signer un contrat de confidentialité	Exiger et signer un contrat de confidentialité
Etablir les grandes lignes de l'OFA	Rédiger une offre préliminaire
Déclancher le processus de la due diligence	Déclancher le processus de la due diligence
Négocier le prix et les modalités de paiement ou les parités d'échange ainsi que les garanties de l'opération	Officialiser le protocole d'accord (prix, modalités de paiement, annexes)
Dépôt du projet finalisé de l'OFA aux autorités compétentes	Demander les autorisations nécessaires (clients, fournisseurs, banquiers, créanciers...)
Commencer le processus légal	Signer un accord définitif
	Transfert des titres et paiement des actionnaires de la cible

Source : Jemison D.B., Sitkin S.B., : « Corporate acquisitions: A process Perspective » 1986, Meier O. et Schier G., « Fusions acquisitions: Stratégie, Finance, Management ». 2003

1.4.3 Phase d'intégration

D'après Haspeslagh et Jemison (1991) la phase d'intégration est « un processus graduel au cours duquel les individus de deux organisations distincts apprennent à travailler ensemble et à coopérer afin de faciliter l'échange de leurs ressources stratégiques ». Par conséquent, « le processus d'intégration peut être appréhendé comme une greffe ou un *transplant* organisationnel avec les

probabilités de succès et les risques de rejet qui en découlent ». (Samuel. E.K, 2003).

1.4.3.1 Les activités de la phase d'intégration

A la base de notre revue de littérature nous avons identifié les principales mesures à adopter durant la phase d'intégration, qui peuvent être classifiées en mesures tangibles, et mesures symboliques et de communication.

Mesures tangibles (dont les résultats sont directement mesurables)

- Établir un groupe de travail, composé par des membres crédibles et légitimes des deux entités et chargé de la communication interne et du traitement des questions sociales et structurelles.
- Harmoniser les aspects structurels (organigramme, normes de personnel et autres)
- Harmoniser les aspects culturels
- Harmoniser les aspects stratégiques (marques et leur positionnement, marchés et clients desservis, etc.)
- Obtenir un haut degré d'implication de la haute direction
- Harmoniser les technologies d'informations (systèmes trop différents ou trop redondants utilisés par les deux partenaires)
- Maintenir une bonne cohérence du plan d'intégration (entre les divers aspects mentionnés)
- Prévoir des indicateurs pour mesurer le progrès de l'intégration

Mesures symboliques et de communication

- Manifester l'engagement et l'implication de la direction de l'acquéreur par des actions symboliques (lettre au personnel, prise de parole lors des meetings, etc.)
- Détecter et motiver le personnel clé pour éviter la fuite des compétences hautement stratégiques indispensables à la bonne marche de l'OFA.

- Joindre les cadres intermédiaires à la gestion du changement, en les informant des enjeux de l'OFA et surtout des contraintes qui sont y associées

1.4.3.2 Modalités d'intégration

Le choix du mode d'intégration est établi en fonction des objectifs stratégiques clairement identifiés par l'acquéreur. Ce choix dépend aussi de la position des entreprises concernées dans la chaîne de valeur de l'industrie, de leur taille relative, de leur éloignement géographique, des spécificités organisationnelles, culturelles ou financières de la cible et des raisons stratégiques qui ont motivé l'opération (Haspeslagh et Jemison, 1991).

Selon Haspeslagh et Jemison (1991), la politique d'intégration peut être conduite de trois façons différentes: intégration par préservation, intégration par rationalisation et intégration par symbiose. Ce choix différera en fonction du besoin d'autonomie de la cible et du besoin d'interdépendance entre cette dernière et l'entreprise acquéreuse.

Tableau 1.6 : Choix du mode d'intégration

Besoin d'autonomie de la cible			
degré d'interdépendance entre l'acquéreur et la cible		Faible	Élevé
	Élevé	Rationalisation	Symbiose
	Faible	-	Préservation

Source : Haspeslagh, P. C., et Jemison, D. B. 1991. «Managing acquisitions: reating value through corporate renewal.» pp 105- 138, Haspeslagh, P. C, et Farquhar A.1987, «The acquisition Integration Process: a Contingent Framework», pp-53 -58.

a- Intégration par rationalisation

Selon notre revue de littérature, nous avons pu conclure que ce type d'intégration est basé surtout sur l'objectif d'améliorer la performance opérationnelle à la base de deux principes simples : d'un côté, augmenter les ventes (le nouvel ensemble réalisera des ventes au moins égales à la somme des ventes des deux entreprises), et de l'autre, diminuer les coûts par des effets d'envergure induits par une forte rationalisation des actifs et du personnel (le nouvel ensemble engendra un coût moyen unitaire inférieur à la somme des coûts moyens unitaires des deux entreprises).

Toutefois, ce type d'intégration sera approprié seulement aux opérations de rapprochement entre deux entreprises similaires, oeuvrant dans un même secteur, condition requise pour que le nouvel ensemble puisse obtenir les synergies escomptées.

b- Intégration par préservation

Ce type d'intégration est approprié au cas d'OFA dont l'objectif premier est d'augmenter l'envergure géographique de l'acquéreur, ainsi que celle de son offre de produits ou de services, en intégrant des produits et services qu'il ne possède pas ou pour lesquels il serait trop long ou coûteux de les développer à l'interne. Dans ce cas particulier, il s'agirait donc d'opérations de rapprochement entre deux entreprises assez différentes de par leur secteur d'activité ou emplacement géographique. Par conséquent, les responsables du processus d'intégration devraient faire un choix entre le besoin d'autonomie de la cible et le besoin d'interdépendance entre les deux entités et décider en quelle mesure l'acquéreur va préserver en tout ou en partie l'autonomie de gestion opérationnelle de la cible, sa culture organisationnelle, etc.

c) Intégration de type symbiotique

Ce type d'intégration représente une combinaison des deux premiers types d'intégration mentionnés plus haut. Ainsi, l'acquéreur pourrait décider de procéder par rationalisation pour certains actifs, et par « juxtaposition » pour les autres, et ce,

dans un profond respect pour la culture et le savoir faire spécifique de la cible. Les entreprises cherchent à travers des OFA, à accroître et renouveler leurs compétences en recherchant de nouveaux avantages concurrentiels. En effet elles cherchent à acquérir des cibles susceptibles de participer à des projets d'innovations conjointes, dans le but de s'adapter et survivre aux changements environnementaux qui nécessitent des renouvellements managériaux et commerciales.

Lorsque les deux attentes (concernant, d'une part, l'autonomie de la cible et, d'autre part, l'interdépendance entre les deux entités) sont élevées, le défi sera plus grand et plus délicat à relever. Dans cette situation, l'acquéreur devra étudier les interdépendances stratégiques convoitant la création de valeur, tout en considérant les besoins contradictoires de l'acquéreur d'une part et de la cible d'autre part, car chaque partie tentera à maintenir sa culture, en rendant une telle intégration très difficile à administrer.

Les travaux de Cartwright & Cooper (1994) rejoignent ceux de Haspeslagh & Jemison (1991) concernant les critères de choix d'un mode d'intégration ou d'un autre. Selon ces auteurs, la nouvelle entité devrait établir sa stratégie d'intégration selon sa situation particulière. Par exemple, si les deux entreprises qui composent le nouvel ensemble servent deux marchés différents, mieux vaut laisser chacune garder sa culture et ses valeurs qui font déjà son succès. Par contre si on envisage une intégration «totale» de la cible (intégration par rationalisation), il serait plus judicieux de concevoir une nouvelle culture composite mettant en relief les meilleurs éléments de chacune des deux cultures.

Le tableau 1.7, explicite plus clairement les enjeux et les objectifs que pose le choix du mode d'intégration lors d'une OFA. Notons aussi que ce tableau est une synthèse des concepts abordés par Cartwright & Cooper (1994), Pablo (1994), Haspeslagh et Jemison (1991) et Franck G, (1989) Haspeslagh, P. C, et Farquhar (1987).

*Chapitre I – Les opérations de fusions et acquisitions –
Typologie, objectifs, étapes et performances*

Tableau 1.7 : Caractéristiques de l'intégration par rationalisation, par préservation et par symbiose.

Objectifs initiaux de l'opération	Principes d'intégration	Avantages envisagés	Conditions de réussite
Intégration par rationalisation			
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Défendre une position concurrentielle ▪ Consolider sa position sur le marché 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Forts liens stratégiques et opérationnels entre les deux entités ▪ Économie d'échelle ▪ Économie d'envergure ▪ L'acquéreur organise, coordonne et contrôle toutes les activités ▪ L'acquéreur décide de l'orientation stratégique ▪ L'acquéreur répartit les rôles et alloue les ressources. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Intégration rapide ▪ Donne un rôle central à l'acquéreur 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Plan d'intégration précis et détaillé ▪ Réorganisation par élimination des doublons ▪ Identification et gestion des conflits ▪ Uniformiser les pratiques
Intégration par préservation			
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pénétration de nouveaux marchés ▪ Augmentation de l'envergure l'offre de services ou de produits ▪ Diversification 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ L'acqureuse cherche à se diversifier à moyen terme ▪ Relative autonomie organisationnelle et culturelle ▪ Pas de relation opérationnelle entre les deux entités ▪ Pas de problèmes de résistance aux changements ▪ Coordination des activités du nouvel ensemble (préservation) ▪ Le rôle de l'acquéreur se limite à l'allocation du capital et le contrôle des résultats 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Objectifs quantifiables et précis pour l'évaluation de la performance opérationnelle par type d'activité et secteur ▪ 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ne pas imposer un style de management à la cible ▪ Allouer les moyens financiers et humains ▪ Mettre en place un mécanisme de transfert de ressources entre les deux entités
Intégration par symbiose			
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mettre la main sur des compétences importantes ▪ Innover ▪ Revigorer les activités 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Recherche et développement conjoint ▪ Préserver l'équilibre entre autonomie et interaction ▪ Confiance mutuelle ▪ Capacité à gérer les conflits 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Création d'avantages nouveaux et distinctifs ▪ Concevoir une nouvelle culture composite mettant en relief les meilleurs éléments de chacune des deux cultures ▪ Préserver son identité 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Coopération mutuelle ▪ Système de gouvernance unique et clair ▪ Respect des particularités culturelles et organisationnelles ▪ Adhésion globale au projet

Sources : Meier O. et Schier G, (2003), Pablo (1994), Haspeslagh et Jemison (1991) et Franck G, (1989) Haspeslagh, P. C, et Farquhar (1987).

Le tableau 1.8 met en relation le type du mode d'intégration et les objectifs recherchés par l'OFA.

Tableau 1.8 : Mode d'intégration par rapport aux objectifs des OFA

Mode d'intégration	Objectifs offensifs				Objectifs défensifs			
	Réalisation d'économies de dimension	Acquisition des ressources stratégiques	Pénétration de nouveaux marchés	Innovation, recherche et développement	Consolider sa position dans un marché en maturité	S'adapter aux innovations technologiques	Riposter aux actions de la concurrence	Créer des barrières à l'entrée
Rationalisation	●				●		●	●
Préservation		●	●	●		●		●
Symbiotique		●	●	●	●	●	●	

Source : Besbes S. 2006

1.5 Performance des OFA

Notre recherche ne porte pas sur l'analyse de la performance des OFA, raison pour laquelle nous n'avons pas fait une revue approfondie de ces recherches. Toutefois, nous avons revu **deux études-synthèse** portant sur ce type d'études et qui font une présentation de synthèse des résultats obtenus par les chercheurs qui se sont penchés sur ce sujet.

Notre intérêt sur ces résultats se limite à identifier éventuellement d'autres aspects connexes à notre recherche et qui pourraient nous mener vers d'autres pistes d'investigation des risques reliés à ces opérations. Il s'agit de l'étude « *Fusion – Acquisitions et Création de valeurs : Mise en évidence d'un effet d'annonce sur le marché boursier français* » (mémoire en finances, par Cécile Quentin, 2001), et de l'étude faite pour le compte de Statistiques Canada par Gilles McDougall (1995), et intitulée « *L'impact économique des activités de fusion et d'acquisition sur les entreprises* ».

Le tableau 1.9 présente une symbiose des synthèses effectuées par ces deux auteurs.

Tableau 1.9: Principales études de recherche concernant les OFA recensées par Quentin (2001) et McDougall (1995), et les conclusions tirées et rédigées par ces auteurs

Auteurs	Objet de l'étude	Résultats et conclusions
Mandelker, Gershon (1974) cités par Quentin (2001)	- Analyse des gains anormaux. - L'étude porte sur 192 acquisitions	- Gain anormal en termes de rentabilité de 14% chez les entreprises cibles de l'opération, dans les 7 mois précédant l'événement. - Les cibles attirent ainsi la majeure partie des gains de l'opération par rapport à l'acquéreur.
Malatesta, Paul H. (1983) cités par Quentin (2001)	- Analyse de l'impact à long terme des OFA pour les actionnaires - Analyse des opérations de taille importante ayant eu lieu de 1969 à 1974.	- Impact négatif important à long terme en termes de rentabilité boursière pour les entreprises acquéreurs - Impact positif et très élevé à court terme (statistiquement significatif) pour les entreprises cibles mais négatif pour les entreprises initiatrices.
Eckbo, Espen (1983) cités par Quentin (2001)	- Tester l'impact positif d'une fusion horizontale pour les actionnaires des entreprises acquéreurs et cibles. - L'étude porte sur 259 fusions horizontales et verticales.	- Création de valeur autour de la date de l'événement pour les actionnaires de ces entreprises. - L'impact est toutefois plus important pour la cible que l'acquéreur.
Asquith (1983) cités par Quentin (2001)	- Etude des performances liées à l'annonce des OFA sur la période 1962 à 1976.	- Rentabilités anormales de l'ordre de 6 à 7% pour la cible lorsque l'annonce paraît dans la presse. - Rentabilités anormales positives à cette date pour l'acquéreur, mais inférieures à 0,5%. - Postérieurement, l'étude met en évidence une chute de la performance de l'acquéreur.
Asquith, Paul/ Bruner, Robert F./ Mullins, David W. (1983) cités par Quentin (2001)	- Examine l'impact d'une fusion pour les actionnaires de l'acquéreur sur un échantillon composé par des opérations entre 1955-1979.	- Bénéfice statistiquement significatif d'une OFA pour les entreprises acquéreurs de l'ordre de 3%. - L'étude met par ailleurs en évidence une différence entre les opérations réussies et les échecs. Les premières enregistrent ainsi une performance supérieure de 4% aux secondes. Ce résultat positif élevé pour les acquéreurs contraste avec les études réalisées antérieurement.
Bradley, Deasi and Kim (1983) cités par Quentin (2001)	- Analyse de l'évolution de prix de l'action de 112 entreprises cibles dont l'offre fut refusée ou avortée - Comparaison entre deux échantillons : les cibles ayant reçu une autre offre d'achat (86 cibles) et ceux qui n'ont pas reçu une deuxième offre (26 cibles)	- Rendement anormal positif de l'ordre de 29.1% pour les cibles ayant reçu une deuxième offre et de 23.9% pour ceux qui n'ont pas reçu une deuxième offre. - Après 2 ans de la date de l'annonce, les cibles ayant reçu une deuxième offre ont connu un rendement anormal positif de l'ordre de 57.19% contrairement à -3.53% pour ceux n'ayant pas reçu d'autres offres.
Asquith, Bruner et Mullins (1983) cités par Quentin (2001)	- Analyse d'un échantillon de 156 entreprises ayant déposé une offre d'acquisition après une longue période sans croissance externe.	- Rendement anormal positif de l'ordre de 2.8% pour les offres complétés ou ceux avortés, observé 20 jours avant l'annonce officielle de l'offre.

*Chapitre I – Les opérations de fusions et acquisitions –
Typologie, objectifs, étapes et performances*

		- Pour 99 des offres étudiées, le rendement anormal est lié à la taille de la cible.
Travlos, Nickolaos (1987)	- Explore le rôle explicatif de la méthode de paiement dans l'apparition d'une rentabilité anormale chez l'acquéreur à l'annonce de l'événement. Elle porte sur des acquisitions de 1972 à 1981. - Les hypothèses qui sont étudiées sont que les managers préféreront un mode de règlement en cash s'ils pensent que leur firme est sous-évaluée et un règlement en titres dans le cas inverse.	- Les acquisitions réglées en cash aboutissent à des taux de rentabilité positifs, tandis que celles réglées en titres enregistrent des chutes à leur date d'annonce, conformément aux hypothèses formulées.
Hall (1988) cité par McDougall (1995)	- Analyse de l'incidence de l'acquisition sur l'investissement en R-D - Secteur manufacturier aux Etats-Unis entre 1976-1985	- Pas d'indications à l'effet que les acquisitions entraînent une réduction des dépenses de R-D - Les entreprises qui innovent avec succès sont les cibles préférées des acquéreurs potentiels
Brown et Medoff (1988) cité par McDougall (1995)	- L'incidence d'une acquisition sur les salaires et l'emploi des entreprises aux Etats-Unis	- Les fusions sont assimilées à une baisse des salaires d'environ 4% et à une hausse de l'emploi total de 2%.
Baldwin et Caves (1990) cité par McDougall (1995)	- Examinent l'effet des changements de contrôle sur les parts de marché et la productivité - Les données sont disponibles par niveau de contrôle étranger - Secteur manufacturier canadien 1970-1979	- Les changements de contrôle mènent à des augmentations des parts de marché et de la productivité - Les effets favorables précités croissent avec le niveau de contrôle étranger
Lichtenberg (1992) cité par McDougall (1995)	- Analyse de la relation entre les changements de contrôle de la société, la productivité et l'investissement en R-D dans les entreprises aux Etats-Unis durant la période entre 1972-1981	- Accroissement important de la productivité totale des facteurs après un changement de contrôle
Tarasofsky et Corvari (1992) cité par McDougall (1995)	- Analyse de la relation entre la rentabilité et les activités de fusion et d'acquisition - Secteur manufacturier canadien entre 1983-1987	- Les prises de contrôle canadiennes ne causent pas une utilisation non rentable des éléments d'actif des sociétés - Les bénéfices demeurent inchangés après une prise de contrôle
Martin, Kenneth A. (1996) cité par McDougall (1995)	- L'étude porte sur le choix de la méthode de paiement choisie lors d'une acquisition dans un échantillon de 846 entreprises de 1978 à 1988	- La méthode de paiement dépend en grande partie des opportunités d'investissement de l'acquéreur et de la compétition régnant pour l'obtention de la cible.
Pilloff, Stephen J. (1996) cité par Quentin (2001)	- L'étude, sur des bases comptables et boursières, de 48 fusions concernant des institutions bancaires cotées entre 1982 et 1991	- Rentabilités anormales cumulées positives autour de la date d'annonce de l'événement.

*Chapitre I – Les opérations de fusions et acquisitions –
Typologie, objectifs, étapes et performances*

Loughram, Tim/ Vijn, Anand M. (1997) cités par Quentin (2001)	- L'étude porte sur 947 acquisitions réalisées de 1970 à 1989 - Mettre en évidence une relation entre la rentabilité à long terme (Sans) observée à l'issue de l'opération et le mode de règlement de cette dernière.	- Les entreprises engagées dans une opération réglée en « cash » sont nettement plus créatrices de valeur qu'une opération dont le mode de paiement est en titres. Les premières connaîtraient ainsi une rentabilité anormale négative de -25% et les secondes une rentabilité anormale positive de 61,7% à long terme.
Dickerson, Gibson, Tsakalotos (1997)	- Analyse de 613 fusions réalisées entre 1948 et 1977 - Analyse du rendement sur les actifs économique (ROA)	- Un ROA de 2% moindre pour les entreprises ayant effectuées une OFA durant les 5 premières années après l'opération
Markides, Constantinos/ Oyon, Daniel (1998) cités par Quentin (2001)	- L'étude porte sur 236 acquisitions sur la période 1975-1988.	- Les acquisitions par des entreprises américaines d'entreprises au Canada et en Grande-Bretagne ne créent pas de valeur, à l'inverse des acquisitions réalisées en Europe Continentale. - Les entreprises initiatrices de l'OFA ont plus de chances de créer de la valeur lors d'opérations internationales que domestiques.
Ghosh, (2001)	- Analyse de la performance de 315 OFA entre 1981 et 1995 - Analyse du rendement sur les actifs économique (ROA) - Analyse de l'influence de l'OFA sur le cash-flow	- L'influence de l'OFA sur le ROA n'est pas statistiquement significative - Dans le cas d'une OFA payer par cash, l'auteur note une amélioration dans le cash-flow
Andrade.G, Mitchell.M et Stafford.E (2001)	- Etude d'événement portant sur 4256 OFA entre 1973 et 1998, 2040 OFA réalisées 1990 entre 1998, 1427 OFA réalisées 1980 entre 1989, 789 OFA réalisées 1973 entre 1979	- Durant la période entre 1973 entre 1979, la rentabilité anormale est de l'ordre 1.5% - Durant la période entre 1980 entre 1989, la rentabilité anormale est de l'ordre 2.6% - Durant la période entre 1990 entre 1998, la rentabilité anormale est 1.4%
Houston, J., C. James, and M. Ryngaert (2001)	- Etude d'événement portant sur 64 OFA dans le secteur bancaire entre 1985 à 1996. 27 OFA réalisées entre 1985 et 1990 et 37 OFA sont réalisées entre 1991 et 1996.	- L'étude conclut à une rentabilité anormale positive et statistiquement significative de l'ordre de 1.86% autour de la date de l'OFA. - La rentabilité anormale est très faible et statistiquement insignifiante (0.14%) pour les OFA effectuées entre 1985 et 1990 - La rentabilité anormale est positive et statistiquement significative (3.11%) pour les OFA effectuées entre 1991 et 1996
Langabeer (2003)	- Analyse de la performance opérationnelle de 1200 OFA entre 1990 et 2000 - Analyse de la performance de la chaîne d'approvisionnement (« Supply chain ») avant et après l'OFA.	- La chaîne d'approvisionnement du nouvel ensemble est moins performante après l'OFA.

Quentin, 2001 : « Fusion – Acquisitions et Création de valeurs : Mise en évidence d'un effet d'annonce sur le marché boursier français », pages 96-100, et Mcdougall, G, 1995 : « l'Impact économique des activités de fusion et d'acquisition ».

En effet, à la base de l'analyse de ces synthèses faites par ces deux chercheurs, nous avons retenu **deux hypothèses** supplémentaires qui pourraient nous guider dans notre recherche qui vise à cartographier les risques reliés à une OFA :

1. «La méthode de paiement dépend en grande partie des opportunités d'investissement de l'acquéreur et de la compétition régnant pour l'obtention de la cible» et «les acquisitions réglées en cash aboutissent à des taux de rentabilité positifs, tandis que celles réglées en titres enregistrent des chutes à leur date d'annonce» (tableau 1.9). Cette hypothèse nous mène à examiner plus en profondeur les risques reliés au mode de paiement et à la stratégie de communication.
2. «Les entreprises qui innovent avec succès sont les cibles préférées des acquéreurs potentiels» (tableau 1.9). Cette hypothèse nous mène à examiner en profondeur certains risques reliés à l'étape de due diligence et plus précisément les aspects reliés à l'audit stratégique.

1.6 Conclusion et directions de recherche

L'objectif de ce chapitre a été de comprendre les tenants et les aboutissants d'une opération de fusion et acquisition.

Pour ce faire, nous avons fait une revue de la littérature et avons identifié plusieurs directions de recherche à explorer afin de pouvoir identifier les risques induits par une telle opération.

Ainsi, une **première voie à explorer consiste à chercher les risques reliés à la motivation première d'une telle opération.** A ce sujet, dans ce

premier chapitre, nous avons identifié les différents types d'OFA, selon leurs motivations stratégiques :

- L'OFA verticale, dont le principal objectif est l'acquisition ou la fusion avec des entreprises en amont ou en aval de la filière économique, et qui permet à l'acquéreur de mieux contrôler les maillons de cette chaîne et de mettre des barrières à l'entrée aux compétiteurs potentiels.
- L'OFA horizontale, entre des entreprises oeuvrant dans un même secteur d'activité. L'avantage de ce type d'opération est l'augmentation rapide de l'envergure de l'offre de produits ou de services.
- L'OFA concentrique, qui s'inscrit dans une logique de diversification reliée. Les synergies attendues sont le principal argument en faveur de ce type d'opération.
- L'OFA conglomerale, qui s'inscrit dans une logique de diversification non reliée. L'objectif consiste à diversifier le risque du portefeuille d'activités en fonction des cycles de vie des produits ou des services.

Une deuxième voie à explorer consiste à identifier les risques propres à chaque étape d'une telle opération.

Pour atteindre cet objectif, dans ce chapitre nous avons identifié et décrit chaque phase de ce processus, en la décomposant en activités spécifiques, afin de pouvoir identifier les risques associés à chaque activité, ainsi que les interactions potentielles entre les risques induits par des activités différentes appartenant à une même phase de l'opération, ou encore à des phases différentes.

De plus, les résultats des recherches qui portent sur la performance d'une OFA, nous ont élargi notre horizon, en nous suggérant de nous pencher sur des aspects spécifiques, comme, par exemple, le mode de financement, mais aussi

sur des aspects moins techniques, comme, par exemple, le comportement des décideurs, leurs stratégies de communication, et autres.

La méthodologie que nous avons utilisée afin d'établir cette cartographie de risques par phase du processus d'exécution d'une OFA, fera l'objet du chapitre 2.

Le chapitre 3 portera sur notre cartographie de risques, identifiée à la base de ces deux directions de recherche que nous avons expliquées plus haut.

Enfin, le chapitre 4 mettra à l'épreuve notre cartographie de risque à l'aide de l'étude de cas de la fusion entre Procter & Gamble et Gillette.

Chapitre II

Méthodologie de recherche

Introduction

L'objectif de ce chapitre est de définir une démarche méthodologique spécifique qui nous permettra d'atteindre nos objectifs de recherche, notamment de réaliser une cartographie des risques des OFA.

La première partie de ce présent chapitre sera consacrée à la présentation de la problématique de recherche et de notre cadre conceptuel. La deuxième partie de ce chapitre sera dédiée à la présentation de notre choix de méthodologie de recherche et surtout à la justification de ce choix.

2.1 Problématique de recherche et cadre conceptuel

Les OFA s'inscrivent dans une logique de croissance externe dont le principal objectif est de permettre à une entreprise de créer de la valeur économique en acquérant des actifs déjà opérationnels sur le marché et détenus par une autre entreprise.

Comme nous l'avons déjà évoqué, depuis la fin du XIX siècle jusqu'à aujourd'hui, nous pouvons observer cinq vagues d'OFA dont les objectifs, les pratiques et les résultats sont fort différents. L'étude des fondements économiques et stratégiques des opérations de fusions et acquisitions nous a permis de d'identifier et d'analyser les motivations des entreprises d'entreprendre de telles opérations.

Nous avons regroupé ces motivations stratégiques des OFA en deux groupes, à savoir les motivations offensives et les motivations défensives. La

présentation du contexte micro et macro économique des OFA a largement fait l'objet du chapitre 1.

Toutefois, notre revue de littérature nous a permis d'identifier le fait que le taux d'échec reste relativement important (chapitre 1.5) et que, par conséquent, ces opérations entraînent plusieurs risques.

Le but premier de ce mémoire est de réaliser une cartographie des risques reliés à une OFA.

Une cartographie des risques fournit une vue holistique des risques d'une entreprise, d'un secteur industriel, d'un pays, en identifiant les risques les plus importants, leurs sources et leurs conséquences spécifiques qui, par un processus d'avalanche, pourraient induire d'autres risques (C. Dumitru, 2003-2006). La cartographie des risques n'envisage pas d'évaluer ces risques, ni de proposer des mesures concrètes de gestion de ces risques, mais seulement de les identifier (figure 2.1).

Aujourd'hui, dans un monde internationalisé et en continuel mouvement, la grande majorité des entreprises se lance dans des opérations de fusions et acquisitions dont le but est d'atteindre une taille critique, de pénétrer de nouveaux marchés, etc.

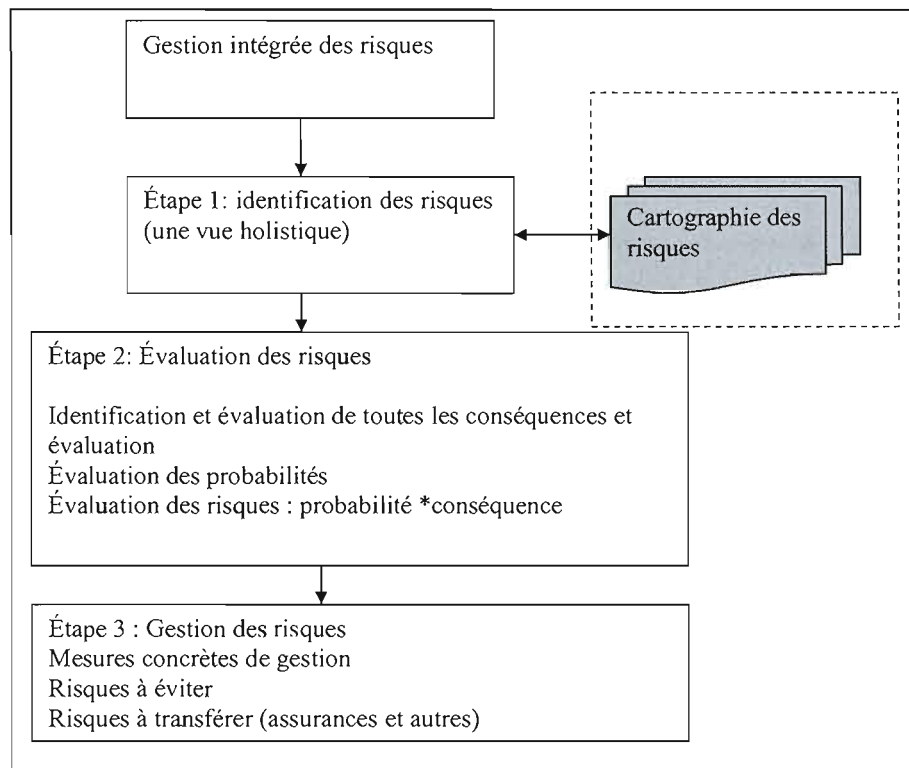
Dans le contexte de ces transformations, une nouvelle approche d'étudier les risques est de plus en plus présente dans les recherches scientifiques; il s'agit de l'approche «**gestion intégrée des risques**» selon laquelle, on devrait adopter *une vue holistique des risques*, basée surtout sur une cartographie des risques (identification des principaux risques de l'entreprise, de leurs sources et de leurs conséquences inter reliées).

Toutefois, comme on va le montrer dans le chapitre 3, cette approche est utilisée récemment par les chercheurs afin de cartographier le risque global d'une entreprise durant des périodes de «business as usual». Les quelques recherches qui

traitent des risques spécifiques à une période de «virage stratégique» d'une entreprise (externalisation, OFA, etc.) adoptent une approche financière du risque.

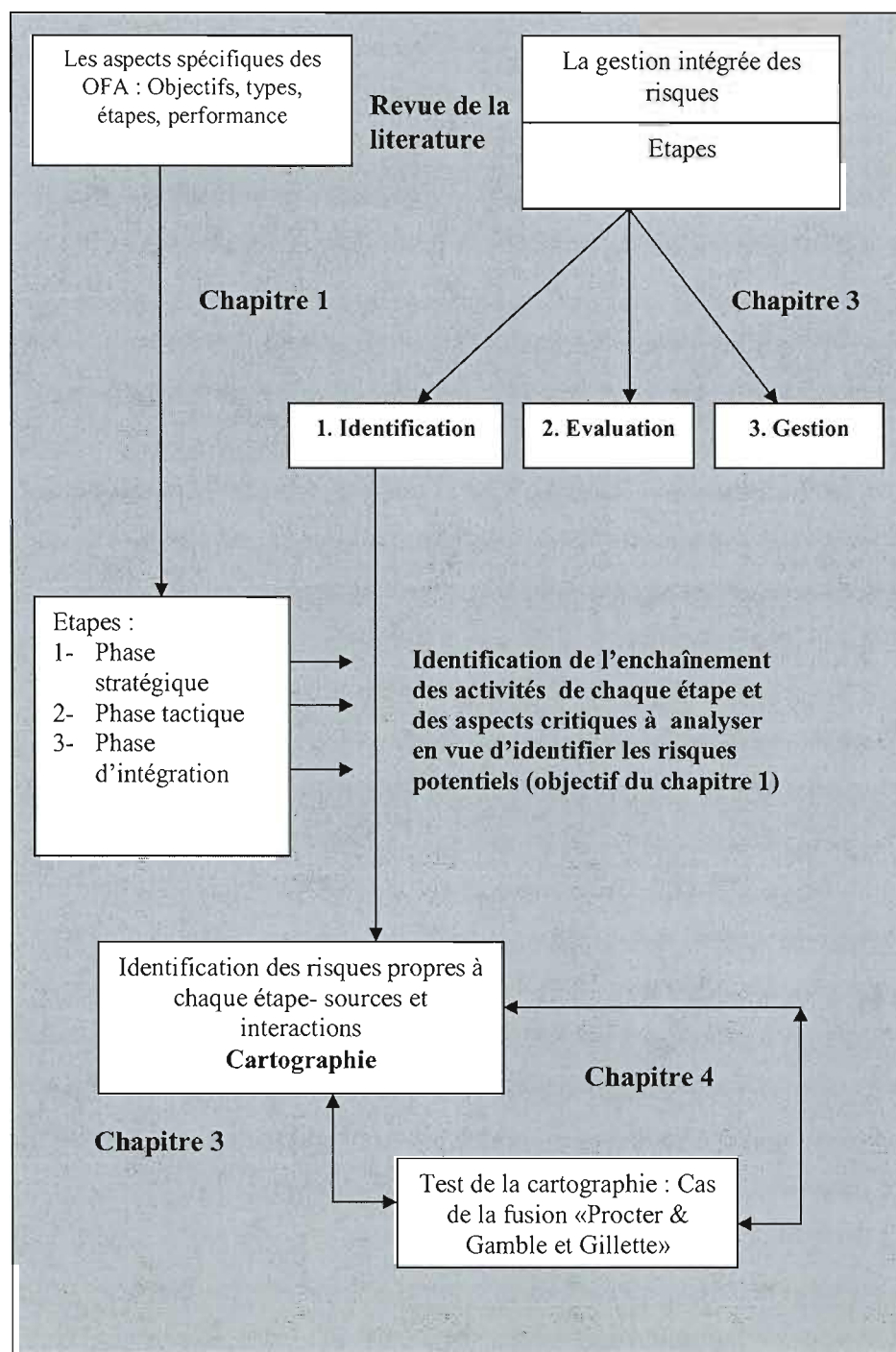
Pour conclure, la figure 2.1 montre le positionnement de notre recherche dans le cadre de l'approche de «gestion intégrée des risques», alors que la figure 2.2 montre notre cadre conceptuel.

Figure 2.1 Positionnement de notre recherche dans le cadre de l'approche de «gestion intégrée des risques»



Source : C. Dumitriu (Gestion intégrée des risques, codex MBA 8193, 2002-2006).

Figure 2.2 Le cadre conceptuel de notre recherche



En s'agissant de la gestion intégrée des risques, les exigences spécifiques de notre problématique impliquent alors l'intégration de plusieurs concepts provenant des diverses disciplines comme la stratégie, et la finance. L'intégration de ces disciplines et concepts qui s'y rattachent rend possible la compréhension des enjeux soulevés par les OFA et permet d'identifier les risques relatifs à l'exécution d'une telle opération et de comprendre les interactions qui existent entre ces risques.

Ainsi le chapitre 1 a été consacré à l'explication des concepts stratégiques sur lesquels sont fondées les fusions et les acquisitions (OFA). A la base de la revue de la littérature, nous avons premièrement organisé ces concepts dans une triangulation «objectifs-type d'opération- étapes»

A partir de cette analyse «objectifs-type d'opération- étapes» nous nous proposons de réaliser la cartographie des risques propres à ces opérations, en identifiant les risques propres à chaque étape du déroulement du processus de l'OFA.

Après avoir complété notre cartographie des risques, nous la mettrons à l'épreuve à l'aide d'une étude de cas.

2.2 Méthodologie de recherche

Le choix de la méthodologie est crucial pour tout chercheur. Après avoir fixé la problématique et après avoir défini les objectifs de la recherche, le chercheur doit choisir entre une recherche de type quantitatif ou du type qualitatif. La caractéristique spécifique et la fonctionnalité de chaque type de recherche permettent au chercheur d'établir un choix éclairé par rapport à son objectif. Selon Ann L. Casebeer et Marja J. Verhoef (2000) il y a quelques aspects essentiels qui différencient une approche quantitative d'une approche qualitative de recherche :

- La recherche quantitative a un caractère déductif et vise à vérifier, à confirmer ou/et infirmer une hypothèse préalablement définie à partir d'une

théorie confirmée. Le fondement philosophique de ce type de recherche est la perception que la science est une vérité objective.

- La recherche qualitative, quant à elle, est une démarche inductive qui, à partir d'observations, peut aboutir à une nouvelle hypothèse ou théorie. Ce type de recherche «ramène la science à une expérience vécue et la relie à un phénomène subjectif» (Casebeer et Verhoef, 2000).

Tableau 2.1 : Différences entre la recherche quantitative et qualitative

Recherche quantitative	Recherche qualitative
Nature du raisonnement généralement observé <ul style="list-style-type: none">▪ Déduction▪ Objectivité▪ Cause	Nature du raisonnement généralement observé <ul style="list-style-type: none">▪ Induction▪ Subjectivité▪ Explication
Type d'analyse habituellement utilisé <ul style="list-style-type: none">▪ Estimation numérique▪ Inférence statistique	Type d'analyse habituellement utilisé <ul style="list-style-type: none">▪ Description narrative▪ Comparaison continue
Type de questions associées <ul style="list-style-type: none">▪ Pré – déterminée▪ Axée sur les résultats	Type de questions associées <ul style="list-style-type: none">▪ Ouverte▪ Axée sur le processus

Source : UNESCO, Méthodologies de recherche,
<http://www.unesco.org/webworld/ramp/html/>

2.2.1 Le choix de l'approche qualitative

Une cartographie de risques représente, par excellence, l'aboutissement d'un effort intellectuel basé surtout sur le jugement. Le choix de l'approche qualitative semble alors être le plus adapté pour mener à bien la résolution de la problématique de cette étude.

Évidemment, une telle recherche aurait pu faire appel à des techniques qualitatives plus sophistiquées, comme, par exemple, les récits de pratiques, les entrevues semi structurées et les focus-group. Toutefois, ces techniques nécessitent

des ressources (en matière de coûts, temps et ressources humaines), qui dépassent de beaucoup les exigences et les moyens d'un mémoire.

L'étude de cas reste alors la méthodologie la plus adaptée dans le cas où la problématique de recherche porte sur le « pourquoi et le comment », et où « le chercheur a très peu de contrôle sur le déroulement des événements et enfin si l'emphase est mise sur un phénomène contemporain dans un contexte réel, tout en tentant de fournir une probable généralisation analytique » (Yin, 1994).

L'étude de cas nécessite une gestion efficace d'une grande quantité d'information tel que les rapports annuels des deux entreprises (allant de 2001 à 2005), les communiqués de presse officiels, le rapport officiel de l'OFA étudiée, les articles de presses d'origine sérieuse et réputée, etc., dont la disponibilité et l'accessibilité seront garanties

D'autre part, il sera très important de bien éclaircir les limites de la recherche, de repérer les informations les plus cohérentes avec notre cadre conceptuel et nos questions de recherche, tout en évitant méticuleusement les ouvrages et les revues de vulgarisation.

Dans sa thèse de doctorat « Strategic Turnaround as Cultural Revolution : The Case of Canadian National Express », Firsirotu (1984) s'appuie sur l'étude de cas du changement radical du Canadien National Express (CNX) pour fournir un modèle conceptuel pour la formulation et l'implantation des stratégies de changement radical. Durant cette étude de cas, la question de la validité a été largement soulevée par Firsirotu (1984).

Les enjeux relatifs à la validité de ce présent mémoire demeurent d'actualité, et nous tenterons d'y répondre suivant les recommandations fournies par Firsirotu (1984), à savoir par l'établissement d'un cadre conceptuel explicite et surtout par

l'identification de tous les documents utilisés comme sources d'informations durant notre recherche.

2.2.2 La méthode d'échantillonnage

Le choix de l'étude de cas de la fusion entre Procter& Gamble et Gillette est bien sur un choix personnel qui peut facilement se justifier. Le choix de cette opération s'est naturellement posé en raison des caractéristiques temporelles et des particularités stratégiques de l'opération.

D'après « Merger Proposal, Proxy 2005 », document présentant la fusion entre Procter & Gamble et Gillette à l'attention de leurs actionnaires respectifs, la fusion entre ces deux entreprises est une OFA amicale ayant pour objectif d'augmenter l'envergure de l'offre de produits de l'acquéreur, de réaliser des économies d'échelle et d'envergure et de bénéficier d'une position dominante sur le marché. Ces objectifs concordent totalement avec les objectifs stratégiques que nous avons identifiés dans le chapitre 1 comme étant caractéristiques de la 5^{ème} vague d'OFA.

Mon intérêt pour l'étude de la fusion entre Procter & Gamble (P&G) et Gillette est «bidimensionnel»; d'un côté, cette opération m'a incité à me pencher sur son analyse, car elle s'inscrit dans la même logique stratégique que celle des OFA qui se concluent actuellement dans des divers secteurs et industries; d'un autre côté, cette opération a débuté durant la période de cette recherche, plus précisément au moment où je commençais à tester la cartographie des risques proposée dans le chapitre 3, à l'aide d'une autre opération similaire, conclue entre Hewlett Packard et Compaq. J'ai décidé donc de prendre le défi et de changer l'objet de mon attention, afin d'étudier une OFA qui me permettait de suivre les événements au fur et à mesure que ces derniers avaient lieu. **Par conséquent, à ma connaissance, cette OFA n'a pas encore été analysée par les chercheurs et aucune autre étude de cas n'a pas été encore réalisée.**

Dans le chapitre 4, nous nous proposons d'analyser la fusion entre Procter & Gamble et Gillette selon notre cartographie de risques, afin d'identifier la mesure dans laquelle les décisions prises par les deux entreprises impliquées ont contribué à l'identification, la prévision et à la gestion des risques de cette opération. En même temps, cette analyse nous permettra de vérifier notre cartographie des risques et d'identifier, éventuellement, d'autres risques à inclure.

2.2.3 La collecte des données

Cette recherche est fondée sur une large et complète revue de la littérature ainsi que sur une collecte de données secondaires. Durant l'étape de la collecte des données nous avons systématiquement favorisé les sources les plus fiables, les plus sérieuses et les plus crédibles (tableau 2.2), afin de respecter les contraintes imposées par Pettigrew (1990) et Eisenhart (1989) au sujet de la quantité et la qualité des informations disponibles.

Tableau 2.2 : Les sources de nos données secondaires

Sources	Exemples
Documents Corporatifs et légaux	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Rapports Annuels des années 2001, 2002, 2003, 2004 et 2005 de l'entreprise Gillette et Procter&Gamble, et rapport annuel de p&G (2006) ▪ Le rapport de fusion entre Procter&Gamble et Gillette, rédigé à l'attention des actionnaires des deux entreprises. ▪ L'avis du Bureau de la Concurrence et Commission Européenne de la surveillance des marchés concernant la fusion ▪ Communiqués de presse des différents acteurs dans l'OFA ▪ Documentation sur la réglementation en matière d'OFA
Littérature scientifique	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Étude de cas d'OFA similaires ▪ Articles et publications scientifiques sur les OFA ▪ Livres et articles portant sur la gestion intégrée des risques ▪ Ouvrages théoriques sur les stratégies de l'entreprise et la création de valeur économique
Articles de presse et résultats de recherche des diverses firmes de consultation	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Communiqués de presse des diverses entreprises ayant subi une OFA et articles de la presse économique traitant de la réaction publique envers cette fusion ▪ Analyses stratégiques, économiques et juridiques effectuées par des firmes de conseil
Sites Internet	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Articles des périodiques numériques sur le rapprochement entre Procter & Gamble et Gillette ▪ Base de données des informations financières ▪ Site Internet d'organismes pertinents.

Malheureusement, la nature hautement stratégique de notre problématique rend l'utilisation des questionnaires, des entretiens ou d'autres méthodes de collecte des données primaires, assez illusoire, vue la réticence des entreprises à partager ce type d'information hautement stratégique. Néanmoins, cette situation peut être avantageuse, dans la mesure où elle nous permet de garder notre objectivité (approche objective et étiq) et de ne pas nous laisser influencés par les opinions des sujets directement concernés par l'analyse (approche dite *émique*).

Selon Davidson (1976), cette approche prend en compte les observations du chercheur et son interprétation des faits, lui permettant de porter des jugements sur une situation donnée, qui soient différents des jugements portés par les sujets/acteurs eux-mêmes (Allaire, 1984). La multiplicité et la variété des sources nous permettent de remédier à certains inconvénients des données. Cette variété des

sources nous offre la chance de vérifier les conclusions de notre étude à partir de plusieurs sources de données, en utilisant le principe de triangulation (Stake, 1995).

2.2.4 L'analyse des données

D'après Pettigrew (1990), l'analyse qualitative exige de la créativité, de la patience, de l'initiative, un souci du détail, un esprit critique et surtout le temps nécessaire pour favoriser la maturation des idées.

En s'agissant des données quantitatives et qualitatives, nous allons utiliser la **méthode des «matrices et graphiques descriptifs» de Miles et Huberman (1994)**, plus précisément :

- a) matrices chronologiques
- b) matrices « des données brutes » qui tentent de focaliser l'attention sur des éléments spécifiques ;
- c) matrices synthétiques, qui ont le rôle de synthétiser des jugements, diagnostics, conclusions, et de mettre en relation plusieurs éléments inscrits dans les matrices «de données brutes».

Ainsi, dans un premier temps nous allons utiliser les *matrices chronologiques* et les *matrices des données brutes* afin d'identifier les risques propres à chaque activité et étape d'une telle opération. Ensuite, à l'aide des *matrices synthétiques* on va compléter notre cartographie de risques et identifier les interactions imbriquées responsables de la propagation des risques à travers les diverses étapes.

2.3 Validité, limites de l'étude et perspectives futures

L'objectif principal de cette étude réside dans une résolution claire et précise de la problématique de recherche. Ainsi, à la base d'une vaste revue de la littérature, et à la base d'une analyse de cas complexe et très bien documentée, nous voulons faire une cartographie des risques propres aux OFA.

Le premier intérêt de cette étude consiste dans le fait qu'elle se propose de réaliser une cartographie complète des risques reliés aux OFA. Les études que nous avons déjà mentionnées dans le chapitre 1 portant sur les OFA, prennent en considération surtout les risques quantitatifs et souvent le risque financier. D'un autre côté comme nous allons le montrer dans le chapitre 3, les recherches dans le domaine de la gestion des risques se focalisent surtout sur la cartographie des risques forts connus par l'entreprise et qui lui sont propres dans le cadre d'une activité habituelle et routinière.

A notre connaissance, il n'y aurait aucune étude qui traite de la cartographie complète des risques entraînés par des OFA (sources - conséquence - outils d'atténuation).

Toutefois, les limites de la cartographie que nous allons proposer consistent dans le fait qu'elle sera basée exclusivement sur des informations quantitatives et qualitatives fournies dans les études retenues dans notre revue de littérature, ainsi que sur les conclusions que nous allons tirer en appliquant cette cartographie à un seul cas réel d'OFA.

Nous avons l'attention dans le futur de développer des questionnaires, dans le but de valider et compléter cette cartographie, à la base des opinions des professionnels qui ont piloté une telle opération.

Chapitre III

La cartographie des risques des OFA

Introduction et objectifs du chapitre

La gestion du risque n'est pas encore une discipline de premier plan comme la finance, le marketing, les ressources humaines, etc. Les changements sociaux, culturels, la mondialisation et le nouveau concept de «risque acceptable», poussent les entreprises à adopter des décisions de plus en plus risquées afin de mieux performer et de se conformer en même temps aux exigences éthiques et sociétales.

Cette évolution et ces nouvelles contraintes ont contribué et contribueront encore à l'ascension de la gestion de risque qui s'érigera probablement au rang de discipline, auprès de la finance, le marketing, la stratégie et autres.

Le risque est un élément inséparable de la vie de toute entreprise, qui œuvre dans un environnement complexe, hostile et dynamique. L'entreprise est de plus en plus dépendante des aléas de son environnement. Cette tendance s'est accentuée avec les avancées technologiques qui placent l'entreprise au centre d'un système inter relié où le moindre incident déclenche un effet de chaîne. Il devient alors nécessaire pour chaque entreprise de pouvoir contrôler le processus d'évaluation des risques et de pouvoir parer aux situations dangereuses mettant en péril son existence.

Aujourd'hui, la gestion du risque s'institutionnalise, en devenant un élément à part entière dans un processus de bonne gouvernance des entreprises

d'envergure et un ingrédient essentiel d'une saine gestion pour les petites et moyennes entreprises.

Disposer de compétences spécifiques pour mieux gérer le risque est un atout rassurant pour des actionnaires et des partenaires de plus en plus exigeants en ce qui concerne la performance, mais aussi la réputation et la responsabilité sociale de l'entreprise.

Enfin, la gestion du risque offre aux gestionnaires la possibilité d'acquérir une vision globale de l'entreprise et procure des évaluations ou des diagnostics financier, opérationnel, stratégique, technique sur les projets existants et futurs de l'entreprise.

Le rapport Turnbull, préparé par un groupe de travail de l'Institute of Chartered Accountants en Angleterre et au pays de Galles et avalisé par la Bourse de Londres, encourage la gestion et non la suppression des risques. Selon ce rapport, l'évaluation des risques pourra révéler le fait que «l'immobilité peut s'avérer la stratégie la plus risquée qu'il soit pour l'entreprise» (Butterworth, 2001).

Dans le contexte de ces transformations, une nouvelle approche d'étudier les risques est de plus en plus présente dans les recherches scientifiques; il s'agit de l'approche «gestion intégrée des risques» selon laquelle, on devrait adopter une vue holistique des risques, basée surtout sur une cartographie des risques (identification des principaux risques de l'entreprise, de leurs sources et de leurs conséquences inter reliées). Toutefois, comme on va le montrer plus loin dans ce chapitre, cette approche est utilisée récemment par les chercheurs afin de cartographier le risque global d'une entreprise durant des périodes de «business as usual». Les quelques recherches qui traitent des risques spécifiques à une période de «virage stratégique» d'une entreprise (externalisation, OFA, etc.) adoptent une approche financière du risque.

Dans ce chapitre nous nous proposons d'aborder les OFA de deux points de vue différents. Dans un premier temps, on va montrer pourquoi et comment les OFA représentent un outil pour la gestion des certains risques de l'entreprise. Dans un deuxième temps, nous allons tenter de réaliser une cartographie complète des risques reliés à une OFA, en adoptant une approche GIS³.

3.1 La gestion intégrée des risques

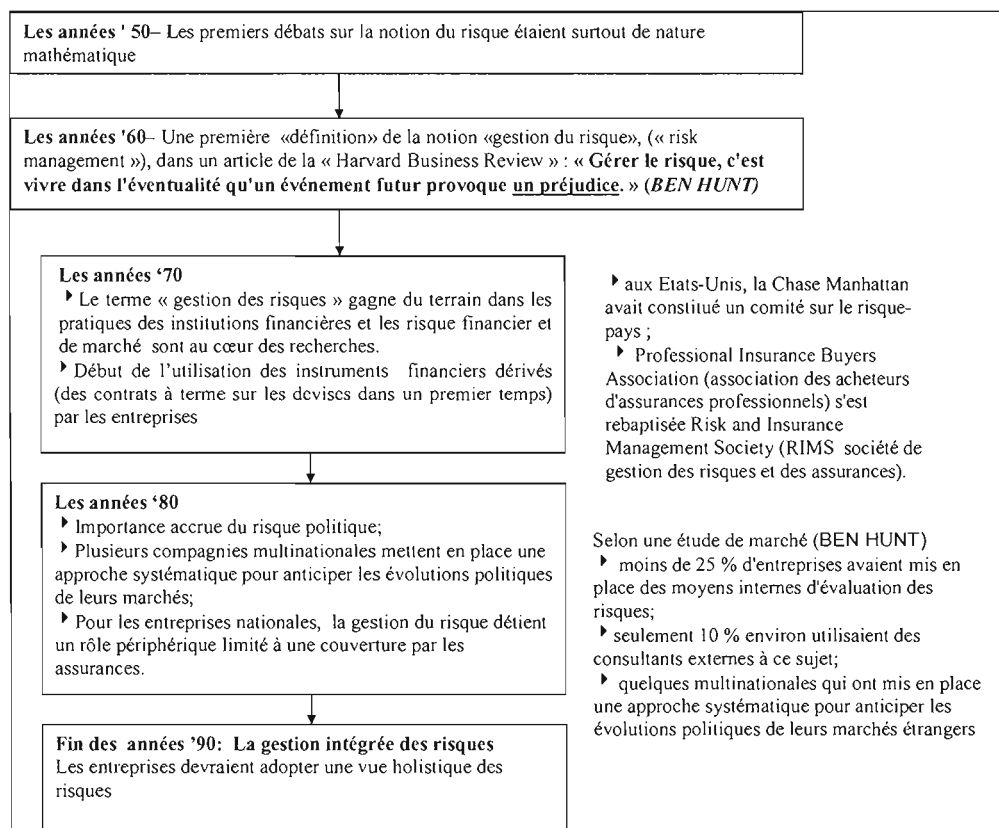
«Le risque se rapporte à l'incertitude qui entoure des événements et des résultats futurs. Il est l'expression de la probabilité et de l'incidence d'un événement susceptible d'influencer l'atteinte des objectifs de l'organisation »[Selon le *Gouvernement de Canada, Gestion du risque pour le Canada et les Canadiens : Rapport du Groupe de travail des SMA sur la gestion du risque (BCP), 2002*].

Le risque désigne «l'éventualité que survienne un événement qui influera sur les objectifs. Il est mesuré en termes de conséquences et de probabilité » [Selon les *Australian and New Zealand Public Sector Guidelines for Managing Risk* (HB 143:1999), traduction].

Depuis plus d'une cinquantaine d'années, les chercheurs s'intéressent à la gestion des risques, mais l'approche adoptée et le centre de leur intérêt ont beaucoup évolué, en raison de la complexité accrue des affaires (figure 3.1)

³ Gestion Intégrée des risques

Figure 3.1 La gestion du risque: un aperçu historique



Source : C. Dumitriu, 2002

L'approche du risque a aussi évolué. Ainsi, pour plusieurs années, l'approche des marchés financiers basée sur la théorie du portefeuille a dominé le cadre mental des chercheurs (tableau 3.1). Toutefois, à partir des années '90, l'approche stratégique semble préférée par les managers (tableau 3.2). Par conséquent, plusieurs chercheurs se penchent dernièrement sur la gestion des risques en adoptant une approche stratégique, basée sur une vue holistique des risques et de leurs interactions.

Tableau 3.1 : La gestion des risques : approche financière

Risque : mesure et impact, selon l'approche des marchés financiers		Sources de risque	Mesure	Approche
a) Risque de marché, ou risque systématique	Le risque qui ne peut pas être éliminé par la diversification du portefeuille (autrement dit, il représente le risque marginal que chaque compagnie ajoute au risque d'un portefeuille diversifié)	Changements des divers contextes (politique, économique, technologique), accompagné par des événements ayant des conséquences non favorables (guerre, inflation, crise sectorielle, etc.) qui affectent toutes les compagnies, dans un même sens (par conséquent, il ne peut pas être éliminé)	Le bêta (APT; CAPM) Bêta = 1 : Le risque systématique du titre est le même que la moyenne du marché. Bêta < 1 : Le risque systématique du titre est inférieur à la moyenne du marché. Bêta > 1 : Le risque systématique du titre est supérieur à la moyenne du marché.	Risque total d'une compagnie = le risque de marché + le risque spécifique Mesure : L'écart type du rendement Par diversification du portefeuille, l'investisseur peut réduire considérablement le risque non systématique; par conséquent, le risque total pourrait être approximé par le risque systématique
b) Risque spécifique ou risque non-systématique	Le risque qui, du point de vue de l'investisseur , pourrait être éliminé par la diversification du portefeuille	Ce risque est relié strictement à l'activité de l'entreprise et à la qualité de son management, à sa capacité d'améliorer continuellement le positionnement de son entreprise, les relations avec les employés (risque de grève), avec les clients et les fournisseurs (risque de volatilité des résultats), etc.	Il n'existe aucune mesure financière explicite utilisée par le marché financier.	

Source : C. Dumitriu, «Gestion des risques : méthodes et outils», Codex MBA 8193, UQAM, 2006

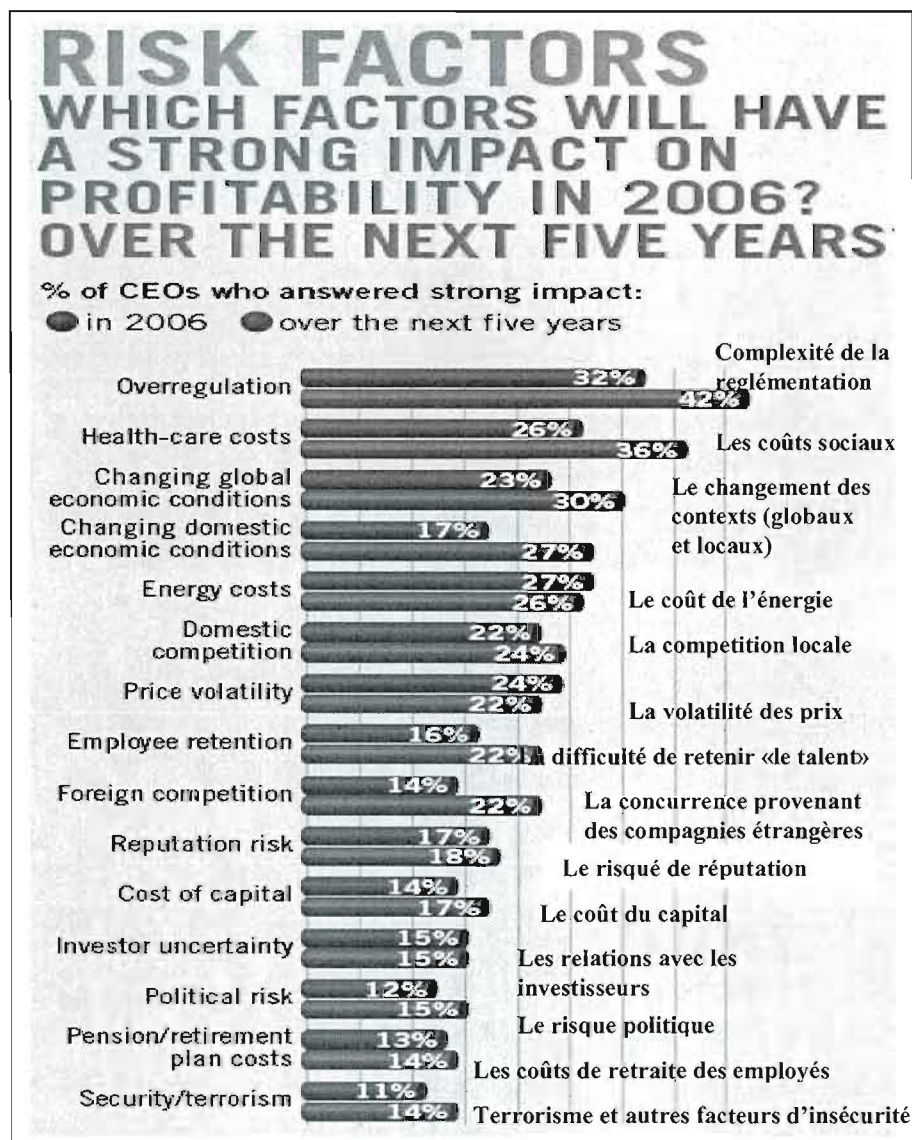
Tableau 3.2 : La gestion des risques : approche stratégique

Risque : mesure et impact, selon l'approche stratégique La perspective des managers			
Le risque d'affaire de leur entreprise	<p>Risque opérationnel (lié aux opérations de l'entreprise) : risque engendré par les décisions adoptées et mises en oeuvre</p> <p>Risque stratégique : le risque engendré par les décisions en cours (investissements, entrée dans des nouveaux marchés, développement des nouveaux produits, etc.)</p> <p>Les managers ne font pas la distinction entre le risque systématique et non systématique. lorsqu'ils tentent de cartographier les risques de leur entreprise; en effet, ils ont intérêt à retenir leurs investisseurs et l'option de ces derniers de «diversifier» leurs portefeuilles respectifs ne représente pas une solution attrayante du point de vue des dirigeants d'une certaine entreprise; par conséquent, les risques induits par le changement des contextes sont perçus comme des «risques individuels» et sont traités de paire avec les autres risques (voir figure 3.2).</p>	<p>Mesure : la variabilité de ses indicateurs de performance : ROA, ROE. Certains chercheurs proposent le « Bêta sans levier » (Allaire et Firsirotu, 2004)</p> <p>Aucune mesure ex-ante</p>	Risque corporatif : le risque d'affaire + le risque financier
Le risque financier	Risque lié à l'utilisation du levier financier	<p>Le niveau d'endettement (Dette à long terme/Fonds propres, D/E);</p> <p>Le coût moyen pondéré du capital WACC.</p>	

Source : C. Dumitriu, «Gestion des risques : méthodes et outils», Codex MBA 8193, UQAM, 2006

Comme on peut observer dans la figure 3.2, parmi les principaux risques identifiés par les managers des grandes compagnies cotés à la NYSE, on retrouve des risques systématiques et des risques non systématiques. Selon ce sondage, les CEOs sont préoccupés premièrement par des risques stratégiques et des risques liés aux changements des contextes, et non pas par les risques bien connus tels que le risque de change et le risque de marché (C. Dumitriu, 2006).

Figure 3.2 : Les principaux risques identifiés par les compagnies cotées à NYSE (2006)



Source: NYSE CEO AGENDA, New Realities for Global Leaders, 2006, page 6

Note : Les entreprises choisies oeuvraient dans 35 industries différentes à travers 11 pays et représentaient une capitalisation boursière de près de 900 milliards de dollars.

Ce changement de «vision» concernant le risque perçu par les entreprises se reflète aussi dans les recherches scientifiques (tableau 3.3).

Tableau 3.3 Revue de la littérature pour la gestion des risques

Recherches qui portent sur un seul type de risque	
<ul style="list-style-type: none"> • Marois, 2002 • Hoti et McAleer, 2002 	Le risque-pays
<ul style="list-style-type: none"> • Gary, 2002. • Eppen, 2003 • Deniau, Morisano, Larentry (2003) • Knight, 2003 	Le risque d'exploitation
<ul style="list-style-type: none"> • Raddock, D. M. (1986) • Derringer et Wang, 1997 	Le risque politique
<ul style="list-style-type: none"> • Les fondaments: Sharpe (1964) et Blake (1972); • Tufano, 1996 • Jorion, 2001 • Christoffersen et Gonçalves (2005) 	Le risque financier
<ul style="list-style-type: none"> • Sheldon, Jacobson, Karnani, Kobza (2005). • Mählmann, 2005 • Ojanen, Makkonen, Salo (2005) • Dumitriu (2006) 	Le risque spécifique du secteur d'activité (plusieurs risques reliés aux contextes)
<ul style="list-style-type: none"> • Knight et Pretty (2002) 	Risque stratégique
<ul style="list-style-type: none"> • Mitrof I, 2002 	Risque technologique
<ul style="list-style-type: none"> • Dubois, 1996 • Beck, 2001. 	Risque social et perceptions des risques
<ul style="list-style-type: none"> • Gebler, 2006 	Risque culturel
<ul style="list-style-type: none"> • Luehrman, 1998 	Risque de projets d'investissement
Recherches qui portent sur plusieurs types de risques interreliés	
<ul style="list-style-type: none"> • Simons, 1999 	Risque opérationnel; risque de destructions des actifs; risque de compétition; risque de franchise
<ul style="list-style-type: none"> • Allaire et Firsirotu (1993; 2004) 	Risque de l'environnement (sociopolitique, technologique et concurrentiel)
<ul style="list-style-type: none"> • Erb. Harvey, Tadas, Viskanta (1996) 	Risque politique, économique et financier
<ul style="list-style-type: none"> • Clark et Varma (1999) 	Risque opérationnel; risque de marché; risque d'événement; risque de contrepartie
<ul style="list-style-type: none"> • Meulbroek (2002) 	Risques financiers, légaux, fiscaux, opérationnels, réglementaires, de marché
Recherches qui portent sur des risques propres à une certaine décision stratégique de	

l'entreprise	
<ul style="list-style-type: none"> • Bahli, Bouchaib et Rivard (2001) • Aubert, Rivard, et Patry (2001) • Benvenuto, et Brand (2005) • Bedi (2005) • Hoecht et Trott (2006) 	Risques des opérations d'impartition (externalisation)
<ul style="list-style-type: none"> • Zolkos (1994); Anslinger, et Copeland (1996); Ghosh, A. & Ruland (1998); Jacobs (2002); Selim, Sudarsanam, et Lavine (2002); Perry et Herd (2004); Reuer (2005); Walke (2005), etc. 	Risques reliés aux OFA
Nouvelle approche : ERM (Enterprisewide Risk Management) ou GIR (Gestion intégrée des risques)	
<ul style="list-style-type: none"> • Kleffner, Lee, McGannon (2003) • John Drzik (2005). • Dumitriu (2006) 	ERM GIR

A la base de la revue de la littérature (tableau 3.3), nous avons constaté que :

a) les recherches qui traitent d'un seul type de risque sont de moins en moins fréquentes, en raison de la complexité accrue des affaires qui entraînent à la fois plusieurs risques interreliés;

b) des nouveaux types de risques sont apparus dernièrement et ont retenu l'attention des chercheurs (risque culturel, social, de réputation, etc.).

c) une nouvelle approche d'étudier les risques est de plus en plus présente dans les études les plus récentes; il s'agit de l'approche ERM (ou GIR). Selon Camélia Dumitriu (2006), la gestion intégrée des risques traite de «d'identification, l'analyse et les mesures d'atténuation, de transfert ou d'évitement des risques complexes de l'entreprise», et adopte «un modèle d'analyse cohérent et intégré qui permet de tracer le profil de risque d'une entreprise, d'une industrie ou d'un pays».

Selon cette approche, on devrait adopter une vue holistique des risques, basée surtout sur une cartographie des risques (identification des principaux risques de l'entreprise, de leurs sources et de leurs conséquences inter reliées).

Toutefois, on a pu constater que cette approche (ERM/GIS) est utilisée récemment par les chercheurs afin de cartographier le risque global d'une entreprise durant des périodes de «business as usual».

Les quelques recherches qui traitent des risques spécifiques à une période de «virage stratégique» d'une entreprise (externalisation, OFA, etc.) adoptent une approche financière du risque. Ainsi, par exemple, les risques reliés aux OFA qui sont identifiés dans ces recherches sont les risques quantifiables, tels que ceux reliés à la matérialisation des synergies attendues ou à la prime payée. Pour ce qui est des risques «qualitatifs», le risque relié à une éventuelle incompatibilité culturelle représente le risque le plus cité par ces chercheurs.

3. 2 Les OFA : outils de gestion des risques

Lorsque les marchés, les contextes et les technologies sont incontrôlables ou imprévisibles, lorsque le jeu concurrentiel évolue rapidement sous l'influence des innovations combinées à une internationalisation soutenue, l'entreprise doit faire face à l'incertitude et aux risques induits par une discontinuité entre son contexte présent et futur (Allaire et Firsirotu, 2004). Dans cette perspective, les OFA constituent un puissant outil pour contrer l'incertitude environnementale et pour gérer les risques qui en résultent.

Toutefois, les objectifs des OFA ne se limitent pas à éviter une discontinuité entre les contextes présent et futur mais permettent aux entreprises de s'adapter au changement observé dans la dynamique de marché,

de mettre des barrières à l'entrée, d'augmenter et de diversifier rapidement l'offre de produits et d'améliorer son positionnement dans le marché.

Les motivations associées à ces opérations ont été examinées tout au long du chapitre 1. Ces motivations sont multiples et peuvent répondre à des motifs offensifs (comme la pénétration d'un nouveau marché ou segment, l'acquisition de nouvelles ressources, la recherche des économies de dimension, etc.) ou des motifs défensifs (comme la défense d'une position de marché, l'adaptation à une nouvelle dynamique du marché, etc.).

Les objectifs offensifs permettent à une entreprise d'acquérir rapidement des ressources tangibles et intangibles disponibles sur le marché, des compétences distinctives, des gammes de produits hautement spécialisés ou complémentaires, éliminant ainsi les risques d'augmentation de l'intensité concurrentielle, les risques liés à l'augmentation du nombre de concurrents sur le marché et les risques d'érosion de l'avantage concurrentiel.

Les OFA basées sur des objectifs offensifs, bien planifiées et exécutées, peuvent conduire l'acquéreur à détenir une position avantageuse et même de leader sur son marché.

Les objectifs défensifs des OFA qui sont conséquents de l'évolution de la dynamique du marché, des évolutions contextuelles et des actions des concurrents, servent essentiellement à défendre ardemment la position de l'entreprise dans son marché. La logique des OFA dans cette perspective n'est pas de permettre à l'entreprise de s'adapter rapidement aux changements et de profiter au maximum des opportunités qui se présentent mais de façonner et dicter les lois, les règles, les normes qui définissent le fonctionnement et le comportement de l'entreprise dans son marché.

En conclusion, tout OFA ayant un objectif offensif ou défensif implique une acquisition de ressources et de compétences stratégiques. Cette

course aux ressources, lorsqu'elle est bien planifiée est orchestrée, permet de diminuer les risques concurrentiels. Le tableau ci-dessous fait une synthèse des conséquences d'une OFA sur le niveau de risque stratégique de l'acquéreur.

Tableau 3.4 : Les OFA : outils de gestion de risque

Motivation de l'opération de fusion ou acquisition	Risques contrôlés	Objectifs visés
Réalisation d'économies de dimension (objectif offensif)	Risque concurrentiel Risque financier Risque de crédit	<ul style="list-style-type: none"> Augmenter le degré de standardisation des composants afin de réaliser des économies d'échelle et des réductions du coût moyen unitaire Verrouiller le marché contre l'entrée d'éventuels nouveaux entrants par l'atteinte de la TME Eliminer les concurrents peu performants Etablissement des normes et standards dans le marché
Pénétration de nouveaux marchés (objectif offensif)	Risque concurrentiel Risque juridique Risque pays	<ul style="list-style-type: none"> Pénétrer rapidement des nouveaux marchés Prévenir les difficultés relatives à un nouveau marché (réglementation différente, risque de pays, etc.) Eviter de perdre le contact avec la clientèle
Acquisition des ressources stratégiques (objectif offensif)	Risque technologique et concurrentiel Risque de perte de personnel stratégique (Management Turnover)	<ul style="list-style-type: none"> Etablissement des normes et standards technologiques dans le marché Accès à un personnel hautement qualifié de la cible Favoriser le développement des nouveaux produits Positionnement différencié des marques Augmenter «la masse critique» de nouveaux clients et fidéliser la clientèle à long terme
Élargir la gamme de produits et de services offerts (objectif offensif)	Risque du marché Risque financier	<ul style="list-style-type: none"> Une plus large couverture du marché (augmentation des ventes) Segmentation plus fine du marché
Innovation, recherche et développement (objectif offensif)	Risque technologique et concurrentiel	<ul style="list-style-type: none"> Favoriser le développement de nouveaux produits Établissement des normes et standards dans le marché Les synergies des compétences permettent de dégager des axes nouveaux de recherche et développement Les synergies de complémentarité permettent l'élargissement de la gamme de produits et services offerts
Consolider sa position dans un marché en maturité (objectif défensif)	Risque concurrentiel	<ul style="list-style-type: none"> Verrouiller le marché contre l'entrée d'éventuels nouveaux entrants sur certains segments Eliminer les concurrents peu performants et augmenter sa part de marché Eviter les attaques des spécialistes

S'adapter aux innovations technologiques (objectif défensif)	Risque technologique et concurrentiel	<ul style="list-style-type: none">▪ Composer avec les changements discontinus de technologie▪ Etablissement des normes et standards technologiques dans le marché▪ Améliorer l'image et la réputation de l'entreprise
Riposter aux actions de la concurrence (objectif défensif)	Risque concurrentiel	<ul style="list-style-type: none">▪ Verrouiller le marché contre l'entrée d'éventuels nouveaux entrants▪ Eliminer les concurrents peu performants

Source : Synthèse réalisée à partir de la revue de la littérature

Si les OFA sont des outils performants de réduction du risque stratégique de nature concurrentielle, elles sont en même temps une source de risques organisationnel, financier et sociétal, risques qui peuvent peser plus lourd que la simple réduction des risques concurrentiels. L'acquéreur devrait alors procéder à un arbitrage entre les risques maîtrisés et/ou éliminés par une OFA et les nouveaux risques induits par une OFA, qu'il doit assumer et gérer ou transférer.

3.3 Les OFA en tant que source de nouveaux risques : une cartographie des risques induits par une OFA

Dans ce paragraphe nous allons réaliser une cartographie des risques caractéristiques aux OFA. D'un point de vue global, la réalisation d'une OFA présente deux grands risques :

- Ne pas réussir à créer suffisamment de valeur pour justifier la prime offerte aux actionnaires de la cible.
- Détruire de la valeur au sein la cible et voire même chez l'acquéreur.

Le processus d'une OFA est, comme nous l'avons déjà vu, très long et complexe, exigeant des compétences et des savoir-faire pointus, et impliquant une série d'arbitrages douloureux et sensibles.

Une mauvaise décision en début du processus sera aggravée toute au long du processus de conclusion de l'OFA. Dans cette perspective, nous proposons d'identifier les sources des risques propres à chaque étape d'une OFA.

3.3.1 Risques relatifs à la phase stratégique

L'identification, la mesure et la gestion des risques liés à une OFA font partie intégrante de la phase préparatoire de l'opération et sont des éléments déterminants pour son succès. D'après une étude d'AT. Kearney (citée par Quentin, 2001) 68% les entreprises étudiées ne disposaient pas de moyens pour gérer les risques engendrés par une telle opération. Ces risques sont principalement dus à un environnement particulièrement incertain, dans lequel évoluent les entreprises lors d'une OFA.

Les plans initiaux sont ainsi toujours susceptibles de changements au cours de leur mise en oeuvre. Par ailleurs, l'examen des éléments complexes d'une telle opération est souvent relégué à une date ultérieure à la clôture des offres, les parties voulant dans un premier temps être sûres de la réussite officielle de la transaction.

3. 3.1.1 Absence de vision stratégique claire

Avoir une vision stratégique claire avant de déclencher une OFA est un premier indicateur du succès d'une telle opération. Ainsi, plusieurs études montrent que des facteurs clés de réussite d'une OFA, notamment aux yeux des actionnaires, reposent sur la capacité des managers d'explicitier de façon claire et crédible un tel projet.

Nous proposons ci-dessous une grille comprenant des questions auxquelles les managers devraient en trouver des réponses claires et non

équivoques, afin d'identifier et maîtriser les risques liés à la vision stratégique de l'opération:

- a) Quels sont nos objectifs ?
- b) Quel est l'effort nécessaire (en termes de ressources- humaines, financières, etc.) pour atteindre ces objectifs ?
- c) Quels sont les moyens à notre disposition, leurs avantages et leurs risques stratégiques (croissance interne versus croissance interne versus croissance hybride) ?
- d) Quelles sont les cibles potentielles (une analyse préliminaire)?
- e) Quels sont les résultats attendus ?

Si dans le cadre de la question (c) une OFA semble la variante la plus favorable qui pourrait correspondre aux objectifs et aux moyens de l'entreprise, le défi consiste alors dans l'étude des synergies envisagées (voir la question (d)), car un des risques majeurs de «parcours» pourrait être celui de ne pas réaliser les synergies escomptées (tableau 3.5).

Tableau 3.5 : Typologie des synergies recherchées lors OFA

Type de synergies	Objectifs stratégiques de l'OFA (voir chapitre I)	Bénéfices recherchés	Exemple de OFA
Synergies économiques ou opérationnelles	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Réalisation d'économies de dimension ▪ Consolider sa position dans un marché en maturité ▪ Créer des barrières à l'entrée ▪ Riposter aux actions de la concurrence 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Atteindre une taille critique ▪ Mettre en place un système stratégique efficient et difficile à concurrencer (atteindre une TME optimale) ▪ Profiter des économies d'envergure (mise en commun des actifs tangibles et intangibles) ▪ Augmenter le pouvoir de négociation avec les fournisseurs et les distributeurs 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Procter& Gamble et Gillette (2005) ▪ Chevron Texaco et Unocal (2005) ▪ Cingular et AT&T Wireless (2004) ▪ HP et Compaq (2001)
Synergies de croissance	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Acquisition des ressources stratégiques ▪ Pénétration de nouveaux marchés ▪ Innovation, la recherche et développement ▪ S'adapter aux innovations technologiques ▪ Riposter aux actions de la concurrence 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Recherche de complémentarité des ressources disponibles chez la cible et l'acquéreur. (complémentarité des gammes de produits, des programmes de recherche et développement, des réseaux de distribution, etc.) ▪ Offrir des nouveaux produits et services innovateurs ▪ Augmenter le pouvoir de négociation avec les consommateurs, fournisseurs et les distributeurs 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Procter& Gamble et Gillette (2005) ▪ Walt Disney Company et Pixar (2006) ▪ Procter& Gamble et Wella S.A. (2003) ▪ GlaxoWellcome et SmithKline Beecham (2000) ▪ AOL et Time Warner (2000)
Synergies financières	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Réalisation d'économies de dimension ▪ Riposter aux actions de la concurrence 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Exploiter la capacité disponible d'endettement de la cible ▪ Amélioration de la capacité et des conditions de financement ▪ Augmenter le pouvoir de négociation avec les fournisseurs de capitaux 	

Sources : Synthèse réalisée à partir de la revue de la littérature

Toutefois, les différentes études citées dans notre bibliographie montrent que les décideurs ont tendance à s'obstiner à continuer, même si,

après une analyse détaillée, l'OFA ne se présente plus comme le meilleur choix stratégique ou elle ne garantit pas les synergies escomptées.

L'absence d'une vision stratégique claire se traduit souvent par un choix erroné de la cible ou bien du scénario d'acquisition. Les objectifs financiers et les synergies irréalistes fixés au début, handicapent autant la valorisation de la cible que les capacités de la nouvelle entité à créer de la valeur.

La figure 3.3 présente une synthèse de notre analyse portant sur la dynamique des effets de synergie et sur son impact sur le risque de destruction de valeur économique.

Les notations utilisées sont les suivantes :

VCI – Value Creation Index (Allaire et Firsirotu, 2004)

BPA = Bénéfice par action

ROS (Return on Sales) : la marge économique des ventes (Allaire et Firsirotu, 2004)

AT (Asset Turnover) : la rotation des actifs (Allaire et Firsirotu, 2004)

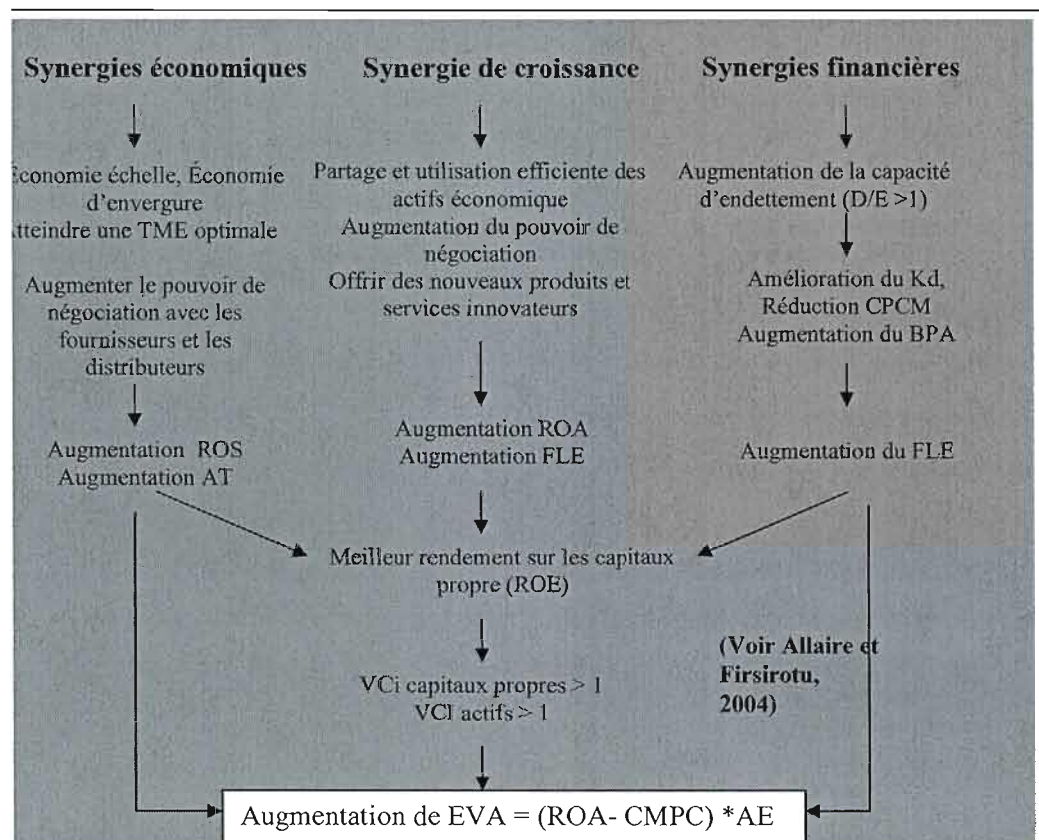
ROE = le rendement des capitaux propres (Allaire et Firsirotu, 2004)

AE = actifs économiques (Allaire et Firsirotu, 2004)

CMPC = le cout moyen pondéré du capital (Allaire et Firsirotu, 2004)

EVA (Economic Value Added) : relation de calcul selon Allaire et Firsirotu, 2004

Figure 3.3 : Sources des synergies économiques, financières et de croissance projetées dans le cadre d'une OFA



Source : Besbes S., 2006

Les synergies attendues qui sont en général annoncées dès la conclusion de l'OFA, représentent un engagement ferme des dirigeants vis-à-vis des actionnaires et sont, dans la majorité des cas d'OFA, la principale motivation stratégique de l'opération. La réalisation des synergies est très critique lors d'une OFA.

En effet atteindre rapidement les synergies annoncées est un signal fort vis-à-vis des analystes et des marchés boursiers sur la bonne exécution de l'intégration. Les dirigeants sont alors appelés à cerner les synergies dès la phase de réflexion stratégique et du choix de la cible. Une investigation en profondeur sur la valeur des synergies attendues et un calendrier de réalisation doivent être établis et ensuite suivis tout au long de la phase d'intégration.

En conclusion, nous avons identifié les suivantes sources de risques relatives à la vision de l'opération (tableau 3.6) :

Tableau 3.6 Sources des risques relatifs à la vision stratégique de l'opération

Sources du risque et autres risques induits	
Absence de vision stratégique claire	<ul style="list-style-type: none">• Objectifs flous ou non réalistes• Moyens non conformes aux objectifs• Optimisme exagéré concernant les synergies envisagées, qui induit d'autres risques sous séquents :<ul style="list-style-type: none">- Risque de ne pas atteindre la taille critique escomptée- Risque de ne pas atteindre les réductions de coûts envisagées par les économies d'envergure• Risques légaux (niveau de concentration accru qui pourrait rendre l'initiative non faisable; autres risques légaux)

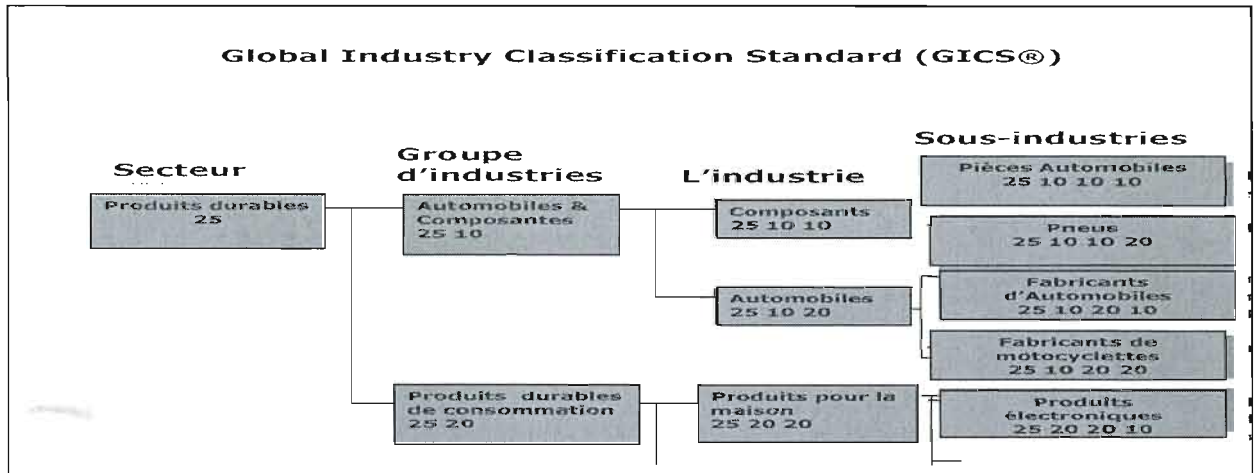
3.3.1.2 S'éloigner de son métier de base

Plusieurs études empiriques que nous avons consultées (Kirchmaier, 2003; Blackburn Lang, et Johnson, 1990) montrent que plus le nombre de digits différents entre le code⁴ de l'industrie de l'acquéreur et celui de l'industrie de la cible, augmente, plus l'OFA risque de ne pas réussir à atteindre ses objectifs (entre autres, celui de créer de la valeur pour l'acquéreur).

La figure 3.4 montre le processus de classification GICS qui aide à regrouper les firmes en fonction de leur industrie ou sous industrie.

⁴ North American Industry Classification Standard, et sa variante, Global Industry Classification Standard (S&P)

Figure 3.4 Le processus de classification GICS



Source : C. Dumitriu, Gestion internationale, codex UQAM, 2006

Les conclusions de ces études peuvent s'expliquer d'une façon intuitive, car lorsque l'acquéreur et la cible ont des métiers de base similaires, il est souvent possible et rapide de réaliser des économies d'échelle à différents stades de la chaîne de la valeur (recherche-développement, production, ventes et marketing, distribution, etc.

De plus, lorsque les deux entreprises sont proches, l'acquéreur possède déjà de l'information valide sur la cible, son positionnement, sa réputation, ses perspectives de croissances, ses atouts, ses faiblesses, etc.

Cet atout permet à l'acquéreur d'éviter toute asymétrie d'information et des mauvaises surprises lors de la phase d'intégration. Enfin, le fait que les deux entreprises soient proches permet d'harmoniser rapidement les procédures, les normes et les systèmes de production, de gouvernances, etc., accélérant ainsi la mise en commun des ressources afin de profiter assez rapidement des effets de synergies attendues.

D'après un rapport publié par Mercer Management Consulting et Audencia Nante (2002), le risque d'une OFA entre deux entreprises trop

éloignées comme métier réside dans les difficultés et la longueur de la phase d'intégration qui hypothéquera ou annulera la réalisation des économies de synergie et ce, à cause d'une augmentation des coûts assumées notamment pour la réalisation des synergies en question.

A cela s'ajoute, dans certains cas, le manque d'expertise de l'acquéreur qui l'empêche de bien cerner toutes les forces et les faiblesses de la cible dans le cadre d'une dynamique de marché qu'il ne maîtrise pas, et qui fait augmenter ainsi les coûts de mandat. En conclusion, nous avons identifié les suivantes sources de risques relatives au niveau de diversification de l'acquéreur (tableau 3.7)

Tableau 3.7 Sources des risques relatifs au niveau de diversification de l'acquéreur

Source de risque	Conséquences possibles et facteurs de risque à surveiller dans les étapes suivantes
Le niveau de diversification envisagé par l'acquéreur	a) Délai trop long pour harmoniser les procédures, normes, etc. b) Économies d'échelle difficilement réalisables c) L'expérience de l'acquéreur en matière d'OFA (plus spécifiquement, en matière d'intégration des cibles acquises) pourrait diminuer le risque induit par le degré de diversification par la suite de l'OFA

3.3.1.3 Sélection inadéquate de la cible

A la base de la revue de la littérature, nous considérons que la principale difficulté de la recherche et sélection des cibles potentielles consiste dans la définition exhaustive des critères de sélection. Des critères trop vagues et pas assez reliés aux objectifs stratégiques de l'OFA conduisent directement vers une sélection de cible inadaptée.

Il y a ici deux aspects à souligner :

- premièrement, il s'agit de l'aspect psychologique; ainsi, certaines études montrent que les responsables de ce type de choix tendent à surestimer les informations appuyant et renforçant leurs choix, tout en sous-estimant les risques potentiels reliés aux aspects qui n'avaient pas été retenus dans leurs choix des critères de décision, et ce, en dépit du fait qu'ils deviennent conscients de ces risques à un certain moment de leur analyse (Roll 1986; Walsh et Seward, 1990; Hayvard et Hambrick 1997).
- deuxièmement, il s'agit d'un aspect cognitif; ainsi, la majorité des recherches montrent une préférence accrue des dirigeants pour les critères quantitatifs et facilement quantifiables, au détriment des critères qualitatifs.

Le tableau 3.8 fait une synthèse de nos conclusions et recommandations.

Tableau 3.8 Sources des risques relatifs au choix de la cible

Sources du risque : liste des critères de choix incomplète ou barrière psychologique des dirigeants qui les empêchent à reconnaître leurs limites cognitives	
Risque : sélection inadéquate de de la cible	Exemples des critères de choix à considérer (facteurs à surveiller) : <ul style="list-style-type: none"> - notoriété de la cible - positionnement sur le marché et marques - compatibilité avec l'acquéreur (structurelle et culturelle) - potentiel de développement futur - concurrence et parts de marché - pouvoir d'achat - réseaux de distribution et clients - qualité du management

3.3.1.4 Choix inadéquat des experts externes

Généralement, les décideurs font appel aux experts pour disposer d'analyses professionnelles basées sur des informations fiables et précises. Ainsi, la fonction d'expert se résume à conseiller les décideurs dans la prise de décision concernant une OFA. Toutefois, il arrive que les décideurs choisissent de déléguer la prise de décision finale aux experts. Ce rôle accru et important confié aux experts et consultants, augmente le risque de prise de décision basée sur des mauvaises estimations ou des analyses biaisées.

«Experts and specialists, such as lawyers, accountants, consultants and investment bankers, can be very helpful in fine-tuning a deal structure or carrying out parts of a complex transaction. But they are not qualified for, nor do they the right incentives to take full responsibility for planning and implementing an acquisition or alliance. » (Baldwin, 2003)

Le tableau 3.9 fait une synthèse de nos conclusions.

Tableau 3.9 Sources des risques relatifs au choix des experts

Sources des risques	Risques
Le mandat des experts	Le risque induit par un mandat trop large accordé aux experts
L'indépendance des experts et les termes du contrat	Le risque induit par un contrat ambigu ou par des relations «d'amitié» avec les experts : un contrat ambigu ou une relation très amicale avec les dirigeants risque de donner à l'expert l'impression que son rôle est d'appuyer par des calculs les perceptions des dirigeants quant au succès de l'opération; un bon contrat devrait stipuler clairement que l'expert est libre d'exprimer son désaccord sur certains points ou sur le projet lui-même, à condition qu'il fournisse des éléments concrets à l'appui de sa position.
Le profil des experts	<p>Le risque de sous estimer certains aspects : le profil des experts est souvent financier ou juridique. Ces experts s'attarderont plus sur les facteurs techniques et quantitatifs et peuvent négliger les aspects stratégiques ou ceux reliés aux caractéristiques organisationnelles et culturelles.</p> <p>Le risque de discontinuité dans l'analyse : divers experts sont utilisés pour diverses analyses. Une mauvaise communication entre ces experts ou un manque de coordination de la part de l'équipe dirigeante, risque de conduire à des analyses incomplètes ou qui manquent de cohérence.</p>
La rémunération des experts	Chaque type de rémunération (fixe et variable, en fonction de la durée de l'opération) comporte ses propres risques. Par exemple, une rémunération fixe implique le risque de se retrouver avec un rapport hâtif et incomplet. Une rémunération variable et qui dépend de la durée de l'opération, risque d'induire un sentiment de frustration chez les experts, qui ne peuvent pas contrôler ce facteur déterminant de leur rémunération; par conséquent, des possibles conflits entre l'équipe dirigeante et les experts sont envisageables.

3.3.2 Risques relatifs aux considérations techniques et tactiques de l'OFA

Une OFA nécessite par définition une organisation sans faille et une préparation minutieuse afin que les synergies attendues ne servent finalement pas à compenser son simple coût.

Comme on va le montrer dans ce chapitre, les erreurs de préparation et de planification sont la plus fréquente cause d'échec des opérations des OFA.

3.3.2.1 Processus de « Due Diligence » défectueux

A la base de la revue de la littérature, nous avons identifié plusieurs sources de risques reliés au processus de «Due Diligence», comme suit :

- a) la durée du processus (trop courte)
- b) le nombre de sources d'informations utilisées (trop réduit)
- c) la nature des informations recueillies (tournées vers le passé et surtout financières)
- d) les faiblesses de l'équipe chargée de l'analyse (compétences circonscrites à certains champs d'analyse, seulement; faible partage d'information entre les membres de l'équipe, etc.)
- e) l'inadéquation des ressources allouées à cette activité (systèmes de communication, temps disponible des membres de l'équipe, logiciels, support technique, technologique et logistique, etc.)

Un contrôle trop rapide des informations octroyées par la cible et un champ d'investigation trop étroite peuvent avoir des conséquences catastrophiques sur une OFA. Dans la pratique, les acquéreurs cherchent principalement à comprendre les données financières historiques, à recueillir quelques informations reliées à la position concurrentielle de la cible (produits et marques et leur positionnement, part de marché, technologies et

compétences du personnel, etc.), et à détecter les éventuels risques juridiques. En d'autre terme, les acquéreurs se focalisent plus sur le passé de la cible, le respect des normes et les règles comptables par la cible, plutôt que sur les perspectives futures de la cible dans la nouvelle entité.

Selon une étude réalisée par Accenture (Ravi Chanmugam, Walt Shill, David Mann, Kristen Ficery, Bill Pursche, 2005), le processus de due diligence compte pour environ 15% du succès de l'opération; toutefois, il dure 2 à 3 semaines, dont seulement 3 à 5 jours sont consacrés à l'étude des questions stratégiques. Une autre étude (Watson Wyatt, 2005) montre que la phase stratégique compte pour 11 à 16% du temps alloué à une opération de fusion et acquisition, contre 40%-50% du temps alloué à la phase tactique, le reste du temps étant alloué à l'intégration.

Durant ce laps de temps, les dirigeants s'attardent principalement à confirmer les synergies attendues et à affiner la valorisation de la cible (May & Anslinger & Jenk, 2002). Dans ce sens, l'étape de la *Due diligence* sert plutôt à confirmer le bien fondé financier de la transaction à court terme.

Selon cette même étude, 10% des spécialistes déclaraient s'informer auprès de trois personnes maximum, à part la cible, afin d'étayer leurs travaux de *due diligence*. Ces travaux reposent essentiellement sur des informations provenant des sources très limitées.

Lorsque le temps est compté, il arrive souvent que les détails nécessaires pour vérifier la viabilité de l'opération sur le long terme soit négligée ou tout simplement ignorés. Les acquéreurs, dans le but de séduire les marchés boursiers, se focalisent généralement sur les réductions des coûts, à court terme, facile à réaliser plutôt que l'optimisation dans la structure de coûts, une utilisation plus efficace des actifs, etc. Cette focalisation introduit une distorsion supplémentaire durant l'étape de la «Due Diligence».

Le tableau 3.10 identifie les principales sources de risques reliés à la planification du processus de Due Diligence.

Tableau 3.10 Les sources des risques reliés au processus de «Due diligence»

Le risque de l'OFA	Sources
Processus de «Due Diligence» insuffisamment planifié	la durée du processus est trop courte
	le nombre de sources d'informations utilisées est inadéquat
	la nature des informations recueillies n'est pas suffisamment diversifiée (financière, de marché, technologique, opérationnelle, culturelle, sociale, réglementaire) et détaillée, pouvant permettre la réalisation des prévisions fiables quant à chaque aspect envisagé (marques, portefeuille de clients, fournisseurs, etc.)
	les faiblesses de l'équipe chargée de l'analyse (compétences circonscrites à certains champs d'analyse, seulement; faible partage d'information entre les membres de l'équipe, etc.)
	l'inadéquation des ressources allouées à cette activité (systèmes de communication, temps disponible des membres de l'équipe, logiciels, support technique, technologique et logistique, etc.)
	le manque d'expérience de l'acquéreur en matière d'OFA : la courbe d'expérience identifiée par les chercheurs varie entre un deal à chaque tranche de 10 ans (expérience nulle) et un à deux deals par année, pour au moins 3 ans (expérience suffisante; BearingPoint, 2004).

3.3.2.2 Risque relié au choix de la technique d'évaluation de la cible

L'exercice d'évaluation de la cible s'effectue dans les mêmes conditions que celles d'un analyste financier externe qui consulte des documents d'information financiers publiques (bilan, états de résultats, annexes, etc.) et des documents d'information stratégique (rapport annuels, discours du président, brochures commerciales, etc.) portant sur l'entreprise cible, et qui ensuite dirige des entrevues structurées ou semi structurées, avec les parties impliquées. Le but de ce processus est d'évaluer la cible à partir des hypothèses basées sur sa position courante et sur son potentiel futur.

Le choix de la méthodologie et l'approche utilisée pour déterminer la vraie valeur de la cible sont alors fondamentaux. A la base de notre revue de littérature, nous avons pu constater que les difficultés de l'évaluation d'entreprises résident moins dans l'application de la méthode mais dans le choix de celle-ci, dans la mesure où une méthode ou une autre pourrait s'avérer plus adaptée à un certain profil d'entreprise.

Les risques d'une mauvaise évaluation ou une évaluation incomplète peut mettre en danger l'opération en question et aura sans doute des conséquences dramatiques pour le nouvel ensemble.

Malgré la pluralité des méthodes d'évaluation que nous avons retracées dans la littérature scientifique, nous pouvons les regrouper en deux principales approches ou catégories : l'approche actuarielle et l'approche comparative.

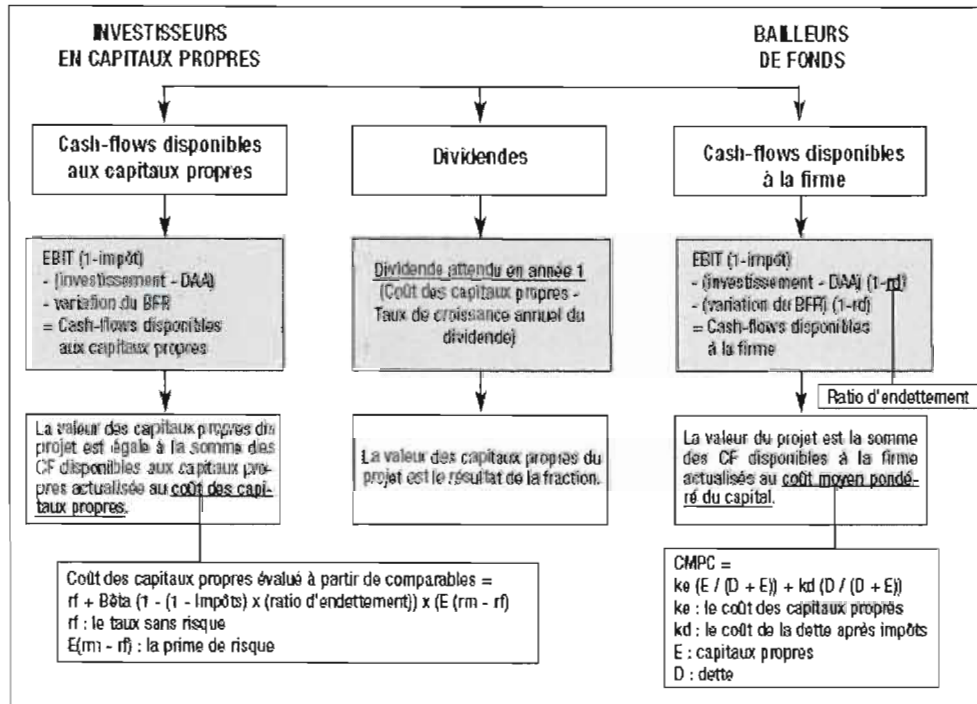
- **L'approche actuarielle (voir tableau 3.11)**

L'évaluation de la cible selon cette approche est basée sur une estimation des flux futurs de revenus générés par la cible, compte tenu du risque de l'actif économique. Les flux de trésorerie futurs vont être actualisés à un taux, appelé taux d'actualisation, qui reflète le niveau du risque de l'entreprise (Denglos, 2003).

Cette approche repose sur l'idée selon laquelle l'acquéreur n'achète pas les flux passés de l'entreprise, mais au contraire les flux futurs (c'est-à-dire non pas la richesse passée mais la richesse future). Dans la pratique, les flux retenus pour évaluer la cible peuvent varier selon le bon vouloir de l'acquéreur.

Dans certains cas, le flux des bénéfices futurs de l'entreprise sera retenu, dans d'autres cas les cash-flows futurs ou encore les dividendes versés feront partie de l'analyse. Selon les opinions des plusieurs auteurs et experts, il s'avère judicieux d'utiliser les dividendes pour une cible industrielle en phase de maturité et les cash-flows pour une cible innovante en phase de croissance. (Meier & Schier, 2003).

Figure 3.5 L'approche actuarielle par actualisation des dividendes et des cash-flows (voir aussi le tableau 3.11 pour les conclusions)



Source : Mascré F., Dubus G., Lantz J.S, Ehkich Y.M. & Crochet P., 2001 – page 16.

Comme on peut constater à la base de la figure 3.5, cette approche repose sur des prévisions intangibles et complexes qui seront à la base du résultat de l'évaluation de la valeur de la cible.

Ces prévisions et hypothèses, parfois trop réductrices, notamment l'hypothèse de croissance stable des dividendes de l'entreprise sur une longue période (Gordon) limitent la qualité et la validité de l'évaluation de la cible.

Comme l'approche actuarielle est basée sur une estimation des futurs flux de revenus et des dividendes générés par la cible, le risque consiste aussi dans les possibles erreurs de prévision (trop optimistes).

De plus, autres erreurs d'estimation sont possibles, car globalement cette approche se base sur des hypothèses de croissance linéaire, ce qui la rend

incapable de tenir compte des changements discontinus que subissent les contextes (économiques, technologiques, sociaux, etc.) de la cible.

- **L'approche comparative (voir tableau 3.11)**

L'évaluation de la cible se fait à partir de données recueillies sur des entreprises présentant un profil comparable (opérations comparables, indices de référence, résultats financiers, etc.).

La logique de cette approche consiste à comparer un certain nombre d'entreprises similaires (le «peer group») ou plusieurs entreprises appartenant à un secteur précis d'activité pour faire ressortir un certain nombre de ratios et d'indicateurs comparables qui permettront d'établir une juste évaluation de la cible (Mascre F & al, 2005).

A partir de ces données, les professionnels vont établir la moyenne de certains ratios (voir tableau 3.11) qui permettront d'évaluer l'entreprise.

L'approche comparative est plus facile à utiliser pour les cibles cotées en raison de la transparence certaine de l'information. La grande difficulté de cette méthode réside donc dans la recherche et l'utilisation de critères homogènes et cohérents du point de vue de l'échantillonnage.

Il est important de considérer des entreprises très proches et au profil similaire, et d'analyser leurs indicateurs sur une période de temps identique, évitant ainsi le risque d'obtenir une évaluation complètement faussée.

En conclusion, l'approche comparative par le « peer group » est assez délicate à mettre en œuvre. Elle exige une analyse poussée pour déterminer les éléments importants caractérisant la cible (comme le secteur, le lieu géographique, la taille, la rentabilité, le taux de croissance, la structure de capitale, etc.) et un choix minutieux de l'échantillon qui concorde le plus avec les caractéristiques déjà formulées.

La qualité et la pertinence du choix de cet échantillon sont des facteurs capitaux pour éviter toute disparité dans la physionomie de la cible et de l'échantillon comparatif. Cette disparité peut fausser la valeur de la cible ce qui faussera automatiquement la détermination du prix.

Le tableau 3.11 présente les critères d'établissement d'un « peer group » et établit des conditions d'utilisation de ces critères afin d'améliorer le choix de ce groupe.

Tableau 3.11 : Les critères d'établissement d'un « peer group »

Critères	Commentaire
Secteur	Les entreprises doivent appartenir à un même secteur. Cette appartenance permet de garantir des similitudes évidentes entre l'échantillon d'entreprise. Une définition claire et précise du secteur est alors importante afin d'éviter de classer les entreprises dont les activités ne correspondent pas au secteur. Dans certains cas, le chiffre d'affaire par activité (par secteur) est un bon élément d'information qui permet de valider le choix des entreprises oeuvrant dans les mêmes secteurs que la cible.
Emplacement et marchés financiers	Il serait préférable de choisir des entreprises localisées dans une même zone géographique ou même pays. Les caractéristiques économiques, sociales, les règles comptables, les cadres juridiques expliquent la pertinence de ce choix. Aussi, il serait préférable de choisir des entreprises cotées sur les mêmes marchés financiers afin d'éviter les erreurs de comparaison impliquées par une réglementation financière/boursière différente.
Taille	Les entreprises composant le « peer group » doivent avoir une taille très proche ou similaire. En effet les entreprises beaucoup plus grandes ou plus petites que la cible, n'ayant pas la même structure de coûts, les mêmes problèmes de complexité, les mêmes défis de gouvernance, etc., ne sont pas pertinentes pour comparer efficacement des entreprises. De plus, il serait préférable d'éviter d'inclure dans l'échantillon des entreprises fortement diversifiées et de retenir surtout les entreprises « focalisées » sur un secteur (le secteur de la cible) ou dont le chiffre d'affaires se compose à la hauteur de 50% ou plus des ventes dans le secteur de la cible. Lorsque la cible est elle-même une entreprise très diversifiée, il faudrait chercher des entreprises comparables qui œuvrent dans les mêmes secteurs que la cible ou dont le chiffre d'affaires se compose à la hauteur de 50% ou plus des ventes dans les secteurs de la cible.
Structure du capital	La structure du capital doit être sensiblement comparable, puisque les coûts de capital peuvent dramatiquement bouleverser le niveau de création de valeur. De plus la structure de capital peut donner des indications sur le style de gestion de la direction (financement par émission d'actions ou par la dette).

Source : Mascré F., Dubus G., Lantz J.S, Ehkiche Y.M .& Crochet P., 2005

Les limites de la méthode d'évaluation par les multiples est évidente et réside dans le choix des entreprises jumelles. Cette méthode expose l'acquéreur à d'importants écarts si certains critères ne sont pas respectés (comme : l'appartenance au même secteur, une même localisation géographique, une taille semblable, une rentabilité similaire, une structure de capital comparable, etc.).

De plus dans le cas où la cible est très innovante, l'acquéreur se trouve dans l'impossibilité de trouver une entreprise jumelle. Il tentera alors un rapprochement avec des entreprises issues d'une autre industrie avec des structures de coûts similaires, ce qui fausse complètement l'évaluation du potentiel de la cible.

Les approches d'évaluation de la cible doivent être prudemment et rationnellement utilisées pour assurer l'évaluation la plus juste de la valeur de la cible. Dans le cas contraire, une mauvaise évaluation risque de fausser le prix de la transaction. Afin de diminuer son risque, l'acquéreur pourrait demander une «garantie d'actifs et de passifs» de la part de la cible, eui est tenue, de ce fait, de confirmer la véracité de ses données comptables.

Il faut noter que, en dépit de ces risques, la méthode présente un avantage réel concernant sa réactivité au marché, car, contrairement à l'approche actuarielle les éléments de comparaisons fluctuent selon le marché.

Le tableau 3.12 fait une synthèse de nos conclusions concernant les risques reliés au choix de la méthode d'évaluation de la cible.

Tableau 3.12 Risques reliés au choix de la méthode d'évaluation de la cible

	Approche actuarielle	Approche comparative	Approches mixtes
But/ Objectif	De fixer un prix, en s'appuyant sur le potentiel futur (dans le cas d'une cible, il s'agit de son potentiel de générer des flux futurs attractifs)	De fixer un prix, en s'appuyant sur le prix des transactions similaires	
Valeur de l'Actif	Le modèle d'actualisation des « free cash-flows » (voir Allaire et Firsirotu, 2004, et Batsch, 2002) : Selon cette méthode, on mesure la valeur de l'entreprise par la somme actualisée des flux futurs générés par l'entreprise, qui sont actualisés à un taux supérieur ou égal au coût moyen pondéré du capital.	Les multiples de valorisation On calcule le multiple à appliquer à l'entreprise cible en calculant la moyenne des multiples obtenus sur l'échantillon des entreprises du «peer-group». Les multiples de valorisation peuvent être (Batsch, 2006) : <ul style="list-style-type: none"> - Les multiples d'indicateurs d'activité - Les multiples de performance financière Les multiples le plus couramment utilisés sont (Mascre F, Dubus G, Lantz J.S, Ekhich Y.M & Crochet P, 2005, p.21) : <ul style="list-style-type: none"> - la valeur marchande de l'entreprise rapportée à son chiffre d'affaires (EV/CA) ou à son bénéfice avant intérêt et impôt (EV/BAII) - le cours de l'action sur le chiffre d'affaires par action 	Comparaison et évaluation basées sur des ratios de performance ou de création de valeur : EVA, MVA, ratio q de Tobin (Batsch, 2006)
Valeur du titre	Le modèle Gordon Shapiro - hypothèse de base (formule initiale de Gordon) : la croissance des dividendes est considérée constante à un taux «g» (voir relation de calcul dans Allaire et Firsirotu, 2004 et Batsch, 2002), et avec un taux de distribution des dividendes stable, pour une période «t» qui tend à l'infini.	Le modèle Bates -hypothèses de base : -la croissance des dividendes est considérée constante, à un taux «g», et avec un taux de distribution des dividendes stable, pour une période «t» égale à un nombre d'années fixe, n. - à l'année «n», le PER de l'entreprise est approximé par le PER du secteur dans lequel cette dernière œuvre (approche comparative); PER = price earning ratio (voir Allaire et Firsirotu, 2004 et Batsch, 2006).	Goodwill
Risques reliés au choix de cette méthode	Difficultés méthodologiques : prévision de flux, mesure du coût du capital, choix du taux d'actualisation (voir Batsch, 2006)	- Difficultés reliées au choix objectifs des multiples de valorisation (voir tableau 3.11) - Information disponible pour les	Combinent les risques et les avantages des deux approches

	<p>- Comme l'approche actuarielle est basée sur une estimation des futurs flux de revenus et des dividendes générés par la cible, le risque consiste dans les possibles erreurs de prévision (trop optimistes).</p> <p>- les quelques hypothèses de croissance linéaire sur lesquelles s'appuie cette méthode (taux de croissance «g» et autres) empêchent les managers de tenir compte des changements discontinus des contextes.</p> <p>-risque de résultats biaisés lorsque les cash-flows attendus ont une forte variabilité et lorsque le bêta de l'entreprise n'est pas stable</p>	<p>transactions impliquant des entreprises cotées seulement</p> <p>-Plusieurs contraintes à respecter (voir tableau 3.11). La grande difficulté de cette méthode réside dans la recherche et l'utilisation de critères homogènes et cohérents du point de vue de l'échantillonnage. Il est important de considérer des entreprises très proches et au profil similaire, et d'analyser leurs indicateurs sur une période de temps identique, évitant ainsi le risque d'obtenir une évaluation complètement faussée.</p>	
--	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	--

Sources : Batsch L., (2002; 2006); Allaire et Firsirotu (2004), Denglos. G. (2003); Mascré F., Dubus G., Lantz J.S, Ehkich Y.M & Crochet P., 2005

3.3.2.3 Le risque relié à l'estimation du prix de la cible

A la base de notre revue de littérature, on a pu constater que l'évaluation du « GoodWill » reste toujours sujette a des discussions et des débats soutenus. Ces débats se concentrent sur trois points : en premier lieu, il y a une discussion à faire **sur le choix des actifs intangibles à inclure** dans la détermination de la valeur du « GoodWill »; dans un second lieu, la formule et **l'approche de calcul** reste aussi sujette à différentes discussions et dans un troisième lieu **le traitement comptable** du « GoodWill » est l'objet d'une attention particulière de la part des acquéreurs et du marché financier.

Toujours à la base de notre revue de la littérature on a pu constater qu'il y a des différences significatives entre les théories et les méthodes de calcul proposées par les chercheurs académiques (Rob Slee 2002; Gérard Charreaux, 2001; Jeffrey J. Reuer, 2005) et celles utilisées en pratiques et discutées par les professionnels dans les magazines scientifiques ou dans des

rapports de recherches professionnelles (Daniel Zaugg et Thomas Stenz, 2004; Kenneth M Lee and Dimitris Karydas, 2006).

Ainsi, par exemple, Rob Slee (2002) propose une classification des actifs intangibles qui ne peuvent pas être comptabilisés dans le calcul du « Goodwill ». D'après son article, les actifs intangibles qui peuvent être séparables et divisibles, tout en conservant leur utilité (comme les bases de données clients, les comptes clients à percevoir, les marques de commerce, etc.) ne doivent pas faire partie de la valorisation du « Goodwill », tout comme les actifs intangibles dont la valeur provient de leur statut juridique (comme les brevets, les droits d'auteurs, les licences accordées etc.). Cette allégation est très importante dans la mesure où elle fournit un éclaircissement des éléments qui composent la valeur du « Goodwill ».

Meier & Schier (2003) offrent une approche intéressante de calcul du « GoodWill », qui est obtenu en actualisant la valeur créée sur une période donnée au taux requis par les actionnaires; toutefois, du point de vue pratique, cette méthode est difficilement applicable (avec toutes les contraintes imposées par le modèle Meier & Schier).

Étant donnée cette entropie informationnelle qui résulte des diverses études, on a décidé de focaliser notre approche sur la réglementation qui concerne les trois aspects mentionnés :

- a) le choix des actifs tangibles à inclure dans la détermination de la valeur du «goodwill»
- b) les méthodes de calcul
- c) et le traitement comptable.

En effet, les risques que nous avons l'intention d'identifier sont premièrement reliés à ces aspects concrets.

Le tableau 3.13 présente une synthèse des risques que nous avons identifiés et qui sont reliés aux nouveaux aspects réglementaires (IFRS 3 et SFAS 141/142)⁵

⁵ IFRS (mars 2004) représente une norme visant à harmoniser les règles comptables à travers le monde et qui apporte des modifications importantes au traitement du goodwill

Tableau 3.13 Risques liés au changement de la réglementation concernant le «goodwill» (IFRS3)

	Avant la modification de la réglementation	Nouvelle réglementation
1. Risque de ne pas identifier et évaluer correctement les actifs intangibles, dans le sens de la nouvelle réglementation	<p>Actifs intangibles (Homewood, 2006) :</p> <p>Marques de commerce, de domaines (web et autres), autres marques.</p> <p>Liste des clients et contrats (carnets de commandes)</p> <p>Propriété intellectuelle- brevets, secrets industriels, autres droits (technologie non brevetée et autres)</p> <p>Licences, franchises et autres types d'associations</p> <p>Projets de R&D en cours</p>	<p>Il faut faire la distinction entre :</p> <ul style="list-style-type: none"> - actifs intangibles non identifiables- comme, par exemple, liste de commandes et - actifs intangibles identifiables <p>cette distinction a un impact direct sur le calcul et la valeur résultante du goodwill</p>
	Avant la modification de la réglementation	Nouvelle réglementation
2. Risques liés au calcul du goodwill et de la valeur de la transaction un calcul erroné induit nécessairement le risque de payer une prime trop élevée	<p>Le goodwill est mesuré par la différence entre le prix d'achat et les actifs nets de la société acquise</p> <p>Goodwill = Coût de la transaction – la valeur marchande des actifs (M Lee et Karydas, 2005)</p> <p>Le coût de la transaction inclut le prix payé et les <i>coûts de transaction</i> qui s'y rattachent</p>	<p>Goodwill (actifs intangibles non identifiables- comme, par exemple, liste de commandes) = Coût de la transaction – la valeur marchande des actifs – actifs intangibles identifiables (M Lee et Karydas, 2005)</p> <p>Selon cette façon de calculer, la valeur du goodwill est inférieure à celle calculée avec les règles comptables précédentes (avant 2004)</p>
	Avant la modification de la réglementation :	Nouvelle réglementation
3. Risque relié au traitement comptable du goodwill		
3.1 Méthode	<ul style="list-style-type: none"> - «pooling of interest» (rachat des actifs et passifs à la valeur comptable au sens d'une fusion) - «purchase method» (ou réévaluation des actifs et passifs acquis) 	Seule la méthode «purchase method» (ou réévaluation des actifs et passifs acquis) est admise (Stenz et Zaugg, 2004); ceci laisse moins de marge de manœuvre aux acquéreurs
3.2 Changements importants ayant un	Possibilité d'amortir l'écart d'acquisition sur une	- À chaque exercice, l'acquéreuse doit tester si le

impact direct sur la performance post OFA	<p>longue période (variant entre 20 et 40 ans) ce qui n'affectait pas trop les résultats subséquents de l'OFA, puisque l'amortissement sur ce poste était comptabilisé comme une dépense aux états de résultats et l'acquéreur pouvait même bénéficier d'économie d'impôt.</p> <p>Les acquéreurs pouvaient comptabiliser des provisions pour restructuration comme partie intégrante du goodwill, et protéger, d'une certaine façon, leurs comptes de résultats (ou, du moins, les «apparences» sur ces comptes).</p>	<p>goodwill a subi une perte de valeur durable (impairment test) et le goodwill acquis « est progressivement remplacé par un goodwill propre, auto-généré». (Stenz et Zaugg, 2004)</p> <p>-Toute diminution de valeur de cet actif intangible devra être considérée comme une perte rapportée à l'état des résultats (Slee, 2002).</p> <p>-Certains actifs intangibles (ayant une durée d'utilisation limitée) feront l'objet d'une comptabilisation séparée du goodwill restant, et d'un amortissement selon leur période d'utilisation (Stenz et Zaugg, 2004)</p> <p>Selon la nouvelle réglementation, les acquéreurs ne peuvent plus comptabiliser des provisions pour restructuration comme partie intégrante du goodwill. (Stenz et Zaugg, 2004)</p>
-------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Sources : Stenz et Zaugg (2004); M Lee et Karydas (2005); Gérard Charreaux, (2001); Homewood (2006)

3.3.2.4 Le risque relié au montage financier à mettre en place

À la base de notre revue de la littérature, nous avons identifié trois grandes options de financement : le financement par liquidités, le financement par actions, le financement mixte (incluant toutes sortes de combinaisons d'achat de titres, d'échange d'actions et de produits dérivés).

Comme on peut observer dans le tableau 3.14, avant les années '90 le mode préféré de financement semblait être celui par liquidités, alors que, dans les années '90, les OFA sont financées, de préférence, par échange de titres.

Tableau 3.14 : Répartition des opérations de croissance externe des sociétés cotées aux États- Unis en fonction du mode de paiement

Paielements	1973-1979	1980-1989	1990-1998
Liquidités	38%	45%	27%
Actions	37%	33%	58%
Mixtes	25%	22%	15%

Source: Coutinet et Sagot-Duvaroux, 2003, page 31

Le choix du mode de financement constitue un autre arbitrage important pour la création de valeur d'une OFA et induit, de ce fait, de nombreux risques. Dans le cadre de cet exercice d'arbitrage très complexe, de nombreux critères et indicateurs entrent en considération :

- a) *Le prix de l'action de l'acquéreur* au moment de l'annonce de l'opération : plus le prix de l'action de l'acquéreur est élevé, plus il lui sera facile de financer l'opération par échange d'actions. Plus les actions de l'acquéreur sont dévalorisées, plus il lui sera favorable de financer l'acquisition par la trésorerie.
- b) *La structure du capital et le coût du capital de l'acquéreur* : la structure de capital de l'acquéreur détermine sa capacité de financer l'opération, soit en contactant des dettes soit en faisant des émissions d'actions, selon le plus bas coût pondéré.
- c) *Le cash-flow dont dispose l'acquéreur* : Ce critère joue lorsque l'acquéreur ne dispose pas de plan de financement préalable, ni des fonds nécessaires, ni de capacité d'endettement suffisante et surtout dans le cas d'une OFA non anticipée.
- d) *La taille relative de la cible* : Plus la cible est grande, plus le financement par cash-flow est difficile et même impossible. Le choix de financement par échange d'actions est le plus répandu dans ce cas particulier.

L'analyse de ces facteurs relative aux modalités de financement de l'OFA influence directement la nature de l'opération en question, soit une OFA par achat d'actions ou une OFA par échange de titres.

L'arbitrage qui en découle est celui entre le financement par des capitaux propres (augmentation de capital et émission de nouvelles actions) ou par l'endettement. La question centrale est de comparer les coûts de l'endettement et les coûts d'émission de titres sur le marché, mais en pratique les coûts d'endettement sont souvent moins dispendieux que ceux d'une augmentation de capital. Ce choix détermine en effet la nature de rapprochement : soit un règlement en espèce soit par échange de titres (Coutinet. N, Sagot-Duvaurox. D., 2003).

Comme la prise de risque par l'acquéreur est totale lorsque l'opération est financée en espèce, ce dernier peut alors offrir un prix inférieur puisque les actionnaires de la cible réaliseront des plus-values immédiates. Par contre, lorsque l'opération est financée par échange d'actions, l'acquéreur et la cible partagent le risque d'une telle opération. Bien que le risque soit partagé, le coût d'un échange d'actions s'avère plus élevée sur le long terme (Meier, O., Schier, G., 2003). Ce choix est déterminant pour limiter les risques d'échecs des OFA, pour déterminer le prix final de la transaction et enfin pour montrer le sérieux et les capacités de l'acquéreur dans la réussite d'une telle opération.

a- Risques reliés au financement par actions

Le financement par émission ou échange d'actions évite l'endettement ou une sortie importante d'argent affectant le cash flow de l'acquéreur. Le principe de ce mode de financement réside dans l'offre d'actions fait à la cible à travers une augmentation du capital sujette d'acceptation par l'assemblée extraordinaire des actionnaires de l'acquéreur.

La valeur de l'augmentation de capital et le nombre d'actions à émettre sont déterminés par l'évaluation de la valeur des titres de la cible et la fixation de la parité d'échange entre les actions de l'acquéreur et celles de la cible (Coutinet N, Sagot-Duvauroux D., 2003).

Cette technique est particulièrement intéressante lorsque les actions de l'acquéreur sont surcotées. L'exemple de AOL est pertinent, en effet grâce à une valeur boursière surévaluée AOL (164 Milliards US en 1998) a pu acquérir le géant Time Warner (97 Milliards US en 1998) alors que son chiffre d'affaire (4.8 Milliards US) représentait moins d'un cinquième de celui de Time Warner (26.8 Milliards US).

L'inconvénient majeur de ce mode de financement est le risque de provoquer une dilution de capital et de maintenir un lien d'actionnariat entre l'acheteur et la cible (Albouy M., 2000). Afin d'éviter la dilution, la nouvelle entité peut racheter ses propres actions ou augmenter la fréquence et la valeur des dividendes, ce qui s'avère plus coûteux.

b- Risques reliés au financement par la dette

Le financement des OFA par la dette favorise la création de valeur économique par effet de levier (généralement, 70% dette et 30% capitaux propres). Il existe une multitude de combinaisons possibles et imaginables de prêts, cependant nous pouvons les catégoriser en trois grandes catégories (Meier, O., Schier, G., 2003) :

- La dette senior : représente la partie la plus importante du financement des OFA par achat d'actions. Elle se matérialise sous forme d'une dette à moyen ou à long terme mise en place par un groupement de banques partageant ainsi les risques. Les garanties consenties par l'acquéreur correspondent le plus souvent à un nantissement des actions de l'acquéreur ou de la nouvelle entité acquise, procurant aux bayeurs de fond la possibilité de saisir les actifs.
- La dette subordonnée ou « Mezzanine » : Cet outil est habituellement utilisé pour compléter le montage financier d'une opération lorsque les capitaux propres et la dette senior ne suffisent pas à en couvrir le prix. Ce type de dette est défini par un taux d'intérêt plus élevé (de 3 à 5%) relié au risque élevé endossé par le bayeur de fonds, qui ne sera remboursé qu'après le remboursement de la dette senior. Lorsque le montage de la dette est complexe et lourd, le risque assumé par les créanciers s'avère important. Ces derniers peuvent exiger «un droit de regard ou veto dans les activités et les décisions stratégiques de la nouvelle entité» (Meier, O., Schier, G., 2003).
- Le prêt relais : cet outil de financement est utilisé en remplacement d'une source de financement qui sera disponible seulement après la clôture de la transaction (une vente d'actifs ou autre) et il se caractérise par la rapidité de mise en place. Il s'agit donc d'un prêt à court terme et

d'une valeur limitée qui est généralement garanti sur les actifs de l'acquéreur.

c- Mécanismes du financement mixtes

Ce financement comporte une partie en numéraire et une partie en actions et de plus, il inclut les différentes combinaisons de produits dérivés disponibles pour l'entreprise afin de conclure l'opération.

Le tableau 3.15 fait une synthèse des risques et des avantages de chaque type de financement.

Tableau 3.15 Risques reliés au choix du montage financier

	Risques induits	Risques maîtrisés et possibles avantages
Financement par échange d'actions	<ul style="list-style-type: none"> - Risque de dilution de capital - Nouveaux actionnaires (complexité de gouvernance) - Coût plus élevé (émission de titres, évaluation et détermination de la parité d'échange, etc.) - Risque induit par la fluctuation des titres de l'acquéreur ou de la cible 	<p>Meilleur contrôle du cas flow et du niveau d'endettement, que dans le cas du financement pas liquidités</p> <p>L'acquéreur doit planifier tous ses coûts, afin de maîtriser le risque relié à la croissance des divers coûts adjacents.</p> <p>Les deux parties peuvent se prémunir contre le risque induit par la fluctuation des titres, en faisant recours à des «collars» ou à des CVR, <i>contingent value rights</i> (Caselli, Gatti, et Visconti, 2006; Adolph et Pettit, 2006)</p>
Financement par liquidités	<ul style="list-style-type: none"> - Risque de diminution du cash flow - Si dette : risque financier, induit par un risque identifié précédemment, dans le cadre de l'étape de choix et d'évaluation de la cible. En effet, la dette contractée par l'acquéreur et qui sera portée (dans la plupart des cas) au bilan de la cible acquise, devrait être remboursée selon un plan qui dépend de la capacité de la cible à dégager des cash-flows disponibles pour rembourser cette dette; une mauvaise évaluation de cette capacité pourrait mettre en danger la position de l'acquéreur après l'OFA. - Facteurs à surveiller : coût de la dette et CMPC 	<p>Comme la prise de risque par l'acquéreur est totale lorsque l'opération est financée en espèce, ce dernier peut alors offrir un prix inférieur puisque les actionnaires de la cible réaliseront des plus-values immédiates.</p> <p>Si dette : L'effet de levier devrait normalement motiver les dirigeants et les inciter à mieux performer afin de rembourser la dette (restructuration rapide de la cible, si nécessaire, intégration rapide, etc.)</p> <p>Plusieurs résultats des recherches empiriques démontrent que les acquéreurs qui ont financé l'OFA par liquidités ont performé mieux que ceux qui l'ont financée par échange d'actions (Loughran et Vijh, 1997; Maquiera et Nail, 1998; G. Adolph et J. Pettit, 2006)</p>

3.3.2.5 Risques reliés au comportement des décideurs

A la base de la revue de la littérature, nous avons identifié trois approches différentes reliées au comportement des décideurs dans le cas d'une OFA (tableau 3.16).

Tableau 3.16 Risques induits par le comportement des décideurs

Plusieurs théories	Hypothèse	Conséquences/ Risques
La théorie d'Hurbis : Roll (1986) et toute une école de pensée à laquelle ce dernier a donné naissance (Walsh et Seward, 1990; Hayvard et Hambrick 1997; Hongbo Pan, Xinping Xia, Minggui Yu, 2006)	Le marché est rationnel mais les décideurs ne sont pas rationnels; en faisant preuve d'une confiance démesurée en leurs capacités, ils sont disposés à payer trop cher les cibles et ce, en dépit du fait qu'à un certain moment de la phase tactique, les résultats des audits leur indiquent la vraie valeur de la cible. Plusieurs preuves empiriques : plus la prime payée est grande, plus la probabilité de réussite de l'OFA diminue.	Le résultat est un « jeu à somme nulle » : la richesse des actionnaires de la firme acquise augmente et la richesse des actionnaires de l'acquéreur diminue d'une valeur égale; il y a un transfert de richesse sans création de valeur économique nouvelle. Selon Roll, «l'hypothèse d' <i>hubris</i> mène à l'hypothèse nulle des acquisitions d'entreprises». Selon cette théorie, le marché réagira négativement à l'annonce d'une prime élevée.
La théorie des coûts d'agence Coase, 1937; Jensen et Meckling, 1976; Williamson, 1979; Berkovitch and Narayanan, 1993; Bebchuk et al. (2002, 2003), Grinstein et Hribar, 2003; Bertrand et Mullainathan, 2003	Les managers sont rationnels mais ils savent exploiter l' asymétrie d'information (entre les cadres opérationnels et la haute direction) , afin de tirer plusieurs avantages (meilleure position, plus de pouvoir, meilleure rémunération, etc.) et ce, au détriment des intérêts des actionnaires. Les chercheurs démontrent qu'il existe une corrélation entre la rémunération du CEO et son «pouvoir» Selon la théorie du «pouvoir managérial», plus la prime payée est grande, plus la probabilité de réussite de l'OFA sera réduite.	Dans un premier temps, la richesse des actionnaires de la firme acquise augmente et la richesse des actionnaires de l'acquéreur diminue, mais la richesse de l'ensemble est conservée; Dans un deuxième temps, il y a transfert de richesse des actionnaires du nouvel ensemble vers les managers. A part le risque de destruction de valeur, il y a plusieurs risques éthiques que ce comportement pourrait induire (Pasquéro, 1987) : <ul style="list-style-type: none"> ▪ Délits d'initiés ▪ Faible qualité de l'information divulguée ▪ Négligences des droits fondamentaux des petits actionnaires ▪ Endettement massif ▪ Effets négatifs sur les créanciers ▪ Dispositions échappatoire fiscales
La théorie du timing du marché Shleifer et Vishny (2003); Rhodes-Kropf, Robinson, et Viswanathan (2005); Huainan Zhao (2006)	Les décideurs sont rationnels mais les marchés sont irrationnels; par conséquent, les managers tentent de profiter de ce timing du marché et agissent selon l'hypothèse suivante : Plus la prime payée est grande, plus la cible est en fait sous-évaluée ou plus l'effet des synergies sera important.	Selon cette théorie, le marché réagira positivement à l'annonce d'une prime élevée. Toutefois, ce mode de pensée des décideurs risque d'entraîner une façon d'agir assez risquée; en effet, il se peut qu'ils fassent preuve d'impatience, afin d'exploiter le «timing» du marché et de conclure rapidement la transaction, ce qui pourrait entraîner des erreurs de jugement.

L'hypothèse d'hurbis

Dans un sentiment d'effroi les décideurs ont souvent la tendance à surévaluer les chances de succès de l'OFA. Les hauts dirigeants de l'acquéreur ont souvent le sentiment qu'ils influencent et contrôlent les résultats et que la décision de l'OFA leur sera sûrement favorable. Ils se jugent capables d'atteindre des résultats supérieurs à ceux réalisés par leurs prédécesseurs. Leur optimisme excessif provient d'une surestimation de leurs capacités et leurs aptitudes professionnelles.

Cet excès d'optimisme peut ainsi amener les dirigeants à fixer une prime importante se caractérisant par un écart important entre le prix estimé par le marché et le prix payé par l'acquéreur. Ce risque est amplifié dans la pratique par certains dirigeants qui essayent de « maquiller » les états financiers et de présenter favorablement leurs opérations. Enfin, les hauts dirigeants de l'acquéreur en surestimant leurs aptitudes et capacités intellectuelles prennent des risques qu'ils pensent pouvoir maîtriser vu leurs expériences et compétences professionnelles et personnelles.

L'exemple de l'ancien PDG de Vivandi illustre bien ce risque; en exagérant le recours aux OFA, en étant très généreux en terme de prime, en s'estimant capable d'extraire et de créer de la valeur avec des OFA chèrement payées, il conduisit son groupe au bord de la faillite et fut aussitôt congédié.

L'asymétrie d'information et les coûts d'agence

Des événements imprévus peuvent intervenir durant l'opération. Même si, durant la phase tactique, l'entreprise a encore le choix de modifier sa décision et de trouver une autre cible à moindre risque (Meier, O., Schier, G. 2003), il arrive souvent que les dirigeants, qui se sentent impliqués dans le processus, veuillent à tous prix maintenir leurs privilèges et leur position, en plus d'augmenter leur influence dans le nouvel « empire » qu'ils veulent créer.

Par conséquent, ils cherchent à trouver un accord à tout prix, même en ignorant certains aspects essentiels. En effet les décideurs des deux parties préfèrent alors ne pas les soulever afin de finaliser l'accord rapidement.

Dans plusieurs cas, la haute direction tente, dans une telle situation, de ne pas informer d'une façon objective et complète les actionnaires, en présentant seulement les aspects positifs. Le comportement de Carl Fiorina lors de la fusion entre Hewlett Packard et Compaq représente un tel exemple. Cette manœuvre est dangereuse car elle camoufle les conflits potentiels qui surgiront inévitablement lors du rapprochement formel et qui rendront la phase d'intégration très difficile.

L'impatience des décideurs et le «timing» du marché

Afin de tirer le meilleur parti du timing du marché, les décideurs font souvent preuve d'impatience, et tentent d'accélérer la conclusion de l'accord en ignorant délibérément des étapes importantes de ce processus. Ce phénomène de précipitation peut avoir comme conséquence de négliger les dernières phases du processus de l'OFA, qui sont généralement les étapes où se traitent des éléments essentiels de l'opération.

Une telle façon d'agir a également pour effet de négliger les problèmes organisationnels de l'après acquisition, rendant souvent difficiles les relations ultérieurs entre les deux entités, lorsque ces questions devront être abordées (Samuel. E.K, 2003).

3.3.2.6 Risques reliés au contrôle des coûts de l'opération

Les coûts globaux d'une OFA ne se limitent pas juste au prix de l'acquisition. Le prix de la transaction est l'élément le plus médiatique de l'OFA, puisqu'il ce prix va créer un précédent sur le marché. Cependant l'acquéreur doit prévoir un budget qui va au delà du prix de la transaction.

A la base de notre revue de la littérature, nous avons pu identifier plusieurs sources de coûts qui doivent être rigoureusement contrôlés afin de réduire les risques de l'opération, notamment :

- les dépenses reliées à la publicité et à la communication, les honoraires des consultants, comptables, avocats et des experts conseil, etc.
- les coûts reliés à la conclusion de l'opération, notamment les dépenses reliées à la restructuration de la cible et son intégration (les coûts des licenciements, les coûts de la formation des nouveaux employés, les coûts de normalisation des conventions collectives, etc.)
- les coûts reliés à la prise en charge de l'ensemble des passifs et des intérêts sur la dette à court et long terme qui s'y rattachent.

a) Premièrement, l'acquéreur doit prendre en charge tous les coûts inhérents à l'opération, comme les dépenses reliées à la publicité et à la communication, les honoraires des consultants, comptables, avocats et des experts, etc. Ces différents partenaires externes constituent un poste de dépense important lors d'une OFA, pouvant atteindre entre 0,25% et 2 % du prix de l'opération. (Vidal, 1998).

Selon Quentin (2001), les deux firmes de conseil impliquées dans la fusion entre Daimler et Chrysler, auraient coûté les entreprises impliquées environ 70 millions de dollars, en plus d'une rémunération variable de 0,25% de l'augmentation de la capitalisation boursière de la nouvelle entité réalisée durant les six mois suivant la transaction, avec toutefois une fourchette comprise entre 5 et 25 millions de dollars.

b) Deuxièmement, dans certains cas l'acquéreur doit assumer les coûts reliés la conclusion de l'opération, notamment les dépenses reliées à la restructuration de la cible et son intégration. L'acquéreur doit évaluer les coûts des licenciements, les coûts de la formation des nouveaux employés, les coûts de normalisation des conventions collectives, etc. De plus l'acquéreur doit financer les pertes éventuelles relatives à la phase de turbulence dans laquelle la cible évoluera.

c) Troisièmement, l'acquéreur doit prévoir des ressources humaines et financières pour communiquer rapidement avec les clients et les fournisseurs de la cible afin de s'assurer de leur collaboration par la conclusion de nouveaux contrats, protocoles ou pactes. En même temps, il n'est pas rare que les fournisseurs de la cible réclament à l'acquéreur le paiement au complet de leurs « compte client » avant d'entamer une nouvelle collaboration.

d) Enfin, il faut considérer les coûts reliés à la prise en charge de l'ensemble des passifs et des intérêts sur la dette à court et long terme qui s'y rattachent. De nos jours il est d'usage que l'acquéreur exige une garantie de la part de la cible, garantissant l'authenticité des éléments comptables qui ont permis de valoriser la cible lors de la phase tactique. Si dans la phase de post-acquisition, des différences apparaissent à l'actif ou au passif qui remettent en doute l'authenticité des postes comptables (insuffisance d'actif ou passif non déclaré), les anciens propriétaires de la cible seront contraints d'indemniser l'acquéreur à la hauteur du poste non révélé.

En conclusion, comme tout projet d'envergure, une OFA implique une multitude de coûts. Le prix de l'acquisition représente la majeure partie des coûts de l'opération, mais d'autres coûts peuvent s'ajouter à l'opération.

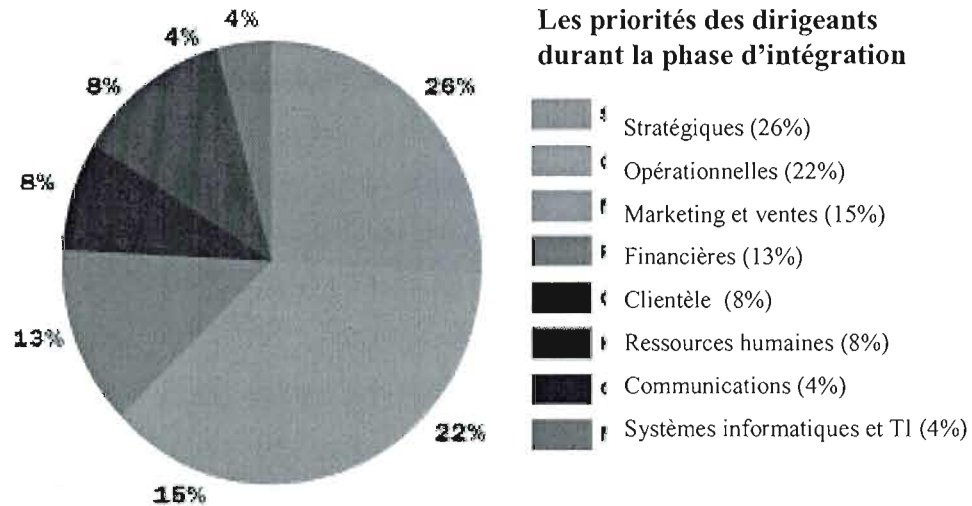
Une bonne évaluation de tous les coûts directs et indirects de l'opération est indispensable. L'absence d'une telle planification et estimation

des coûts aura des conséquences directes sur la possibilité de création de valeur par une OFA.

3.3.3 Risques relatifs à la phase d'intégration

Une étude réalisée par Watson Wyatt («Worldwide's M&A Survey – U.S., Asia Pacific and Brazil») montre les principales priorités sur l'agenda des dirigeants durant la phase d'intégration (figure 3.6).

Figure 3.6 Les principales priorités des dirigeants durant la phase d'intégration



Sources : Watson Wyatt : «Worldwide's M&A Survey – U.S., Asia Pacific and Brazil » page 4.

A la base de la revue de la littérature, et en strict lien avec les activités identifiées dans la figure 3.6, nous avons identifié plusieurs sources de risques propres à la phase d'intégration :

- Incompatibilité culturelle
- Difficulté d'harmoniser les aspects structurels (organigramme, normes de personnel et autres)
- Difficulté d'harmoniser les aspects stratégiques
- Difficultés d'obtenir un haut degré d'implication de la haute direction
- Difficultés liées au processus d'intégration des TI (systèmes trop différents ou trop redondants utilisés par les deux partenaires)
- Manque de cohérence du plan d'intégration (entre les divers aspects mentionnés)
- Indicateurs non adéquats pour mesurer le progrès de l'intégration

Les chercheurs s'entendent sur le fait que les aspects le plus délicats de cette étape concernent l'intégration culturelle des deux unités.

3.3.3.1 Risque d'incompatibilité culturelle

Pascal Tisserant (2001) identifie trois types d'études qui traitent de la culture organisationnelle :

- Les études monoculturelles (ou culturelles)
- Les études culturelles comparatives
- Les études interculturelles

Selon l'approche adoptée par les **études monoculturelles**, la culture organisationnelle serait premièrement **une culture «de métier»**, composée par «un ensemble de pratiques professionnelles communément partagées» (Deal et Kennedy, 1982; Tisserant, 2001); par conséquent, selon l'approche monoculturelle, la culture organisationnelle dans une banque (par exemple)

serait la même, et ce, peu importe dans quel contexte politique, économique ou social cette dernière œuvre.

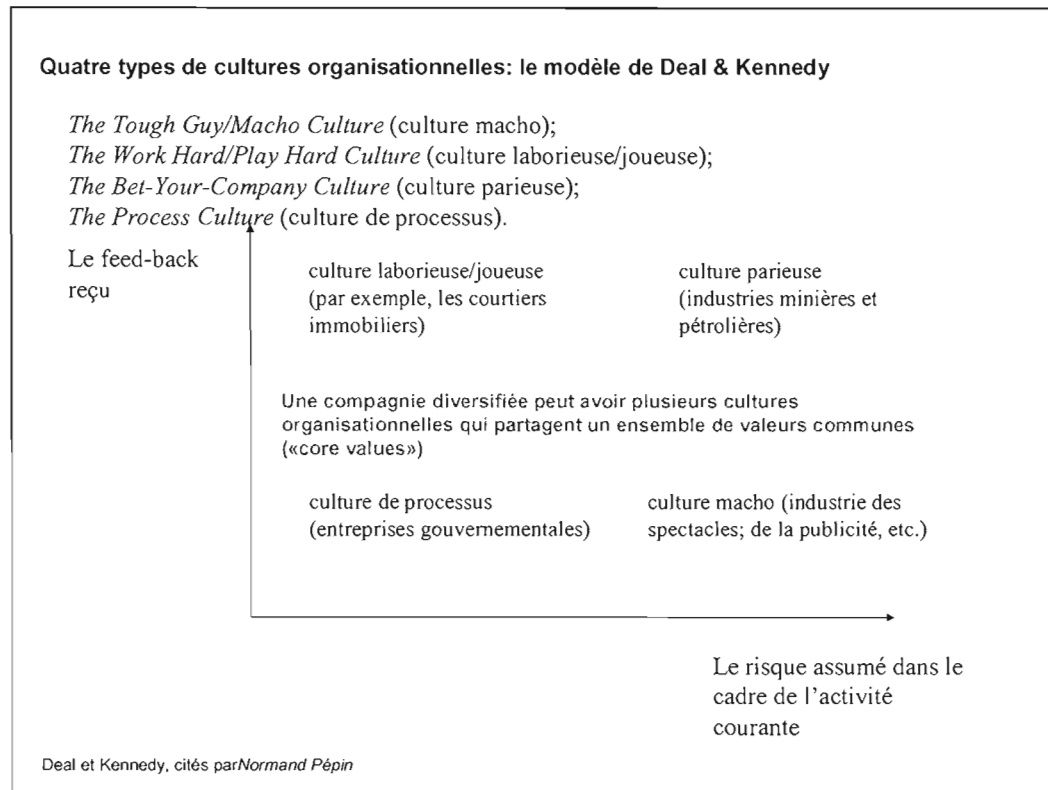
Selon l'approche adoptée par les **études culturelles comparatives**, «la culture dans le milieu du travail sert à caractériser les différences et les spécificités nationales afin d'obtenir un modèle de la culture, voire des cultures, nationales» (Tisserant, 2001, Hofstede, 1980). Selon cette approche, les cultures organisationnelles seraient une réflexion des cultures sociétales nationales.

Les études interculturelles adoptent une approche socio-perceptive. Selon cette approche, la culture dans le cadre des relations de travail sert à identifier l'appartenance de chaque membre à un groupe spécifique, selon ses propres perceptions quant aux valeurs partagées par ce groupe et qui lui sont propres. Ces études portent surtout sur la culture des alliances (joint ventures et autres, voir Salk, 1997) ou sur les problèmes d'adaptation culturelle des managers expatriés (Tung, 1988).

A la base de cette typologie, on peut identifier **quatre causes différentes d'une éventuelle incompatibilité culturelle entre la cible et l'acquéreur** (C. Dumitriu, 2006):

a) incompatibilité culturelle due aux différentes caractéristiques du métier de chaque partenaire (figure 3.7)

Figure 3.7 Les métiers différents : source d'incompatibilité culturelle



Source : Camélia Dumitriu, Notes de cours DSA 4700, UQAM, 2006

b) Incompatibilité culturelle due aux influences sociétales différentes (surtout dans le cas d'OFA transnationales) : figure 3.8.

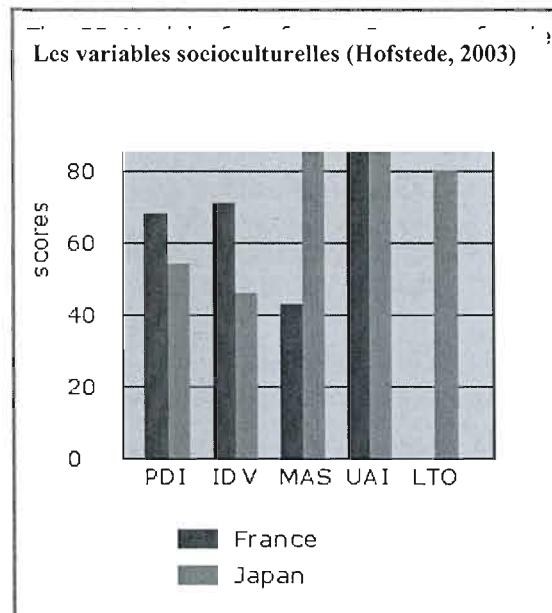
Figure 3.8 Les variables socioculturelles de Hofstede et les études multiculturelles

1. Power Distance Index (PDI): mesure le niveau du respect que les gens dans la société ont pour leur «maîtres» (parents, personnes âgées, employeur...), et donc le niveau de l'inégalité dans la société qu'ils sont prêts à accepter (impact direct sur le système de décision dans une organisation).
2. I («Individualism») : nous indique dans quelle mesure une société encourage les réalisations personnelles (individuelles) plutôt que celles d'un groupe (d'une équipe) et dans quelle mesure les valeurs «individuelles» (vie privée...) sont plus importantes que celles collectives (famille, organisation...). Conséquence directe sur les droits individuels de la personne versus les droits «collectifs», sur la réglementation du travail et sur le fonctionnement des organisations.
3. MAS («Masculinity») : nous indique dans laquelle mesure une société valorise les aspects matériels (masculinité) plutôt que les aspects sociaux (féminité).
4. Uncertainty Avoidance Index (UAI) indique le niveau de tolérance du risque et l'incertitude acceptée par la société (HIGH = une société qui refuse d'assumer des risques et à vivre dans des conditions ambiguës, non réglementées ; par conséquent ces pays auront tendance à réglementer beaucoup tous les aspects de la vie d'affaires)
5. Long-Term Orientation (LTO) = la mesure dans laquelle les gens d'une société sont «traditionalistes» et s'opposent aux changements qui touchent les valeurs traditionnelles de la société (société tournée vers le passé/vers l'avenir)

Source : Camélia Dumitriu, Notes de cours DSA 4700, UQAM, 2006

A ce sujet, la figure 3.9 montre les éventuelles sources de conflit culturel entre les sociétés française et japonaise, qui ont constitué un important défi de l'opération de rapprochement entre Renault et Nissan.

Figure 3.9 Les variables socioculturelles : une comparaison entre la France et le Japon



Comme le montre Camélia Dumitriu (2004), le conflit de cultures entre le Japon et la France qui a mis Carlos Ghosn à l'épreuve, a été généré principalement par les différences qui existent entre ces deux pays au niveau de deux variables socioculturelles, soit : IND/COL et LTO.

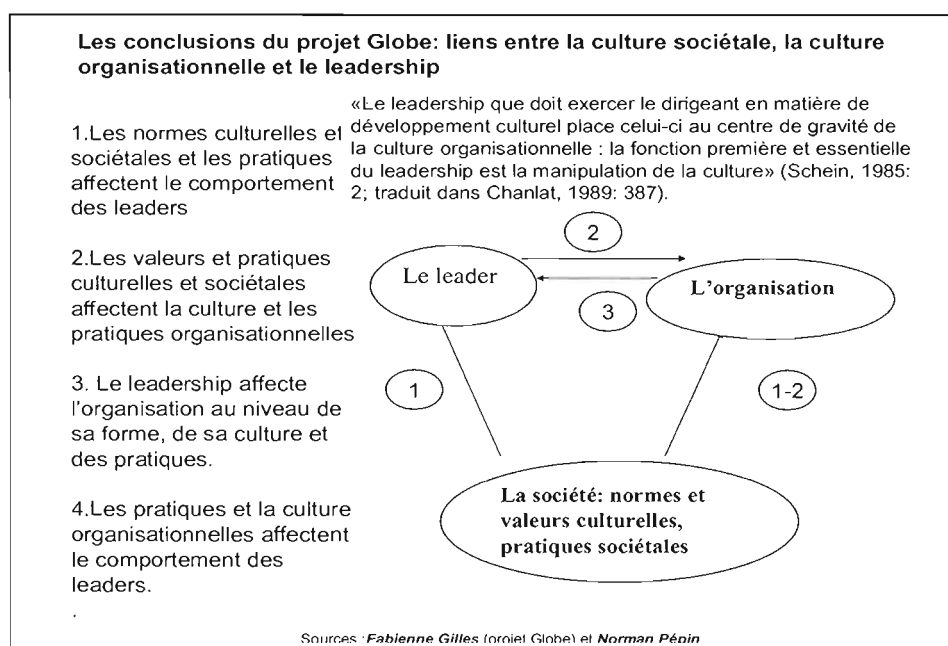
Ainsi, au Japon on retrouve une **culture nationale communautaire**, qui induit une culture organisationnelle basée sur des relations à long terme tissées entre l'employeur et l'employé (emploi à vie, rémunération fixe, etc.), ainsi qu'entre les divers partenaires (fournisseurs- fabricants -distributeurs) ; par conséquent, l'existence des organisations de type «kereitsu» et «caebols» met des barrières à l'entrée à toute entreprise qui voudrait s'installer et rentabiliser son réseau de fournisseurs ou de distributeurs selon le modèle occidental ou nord-américain.

Afin de pouvoir revitaliser Nissan, Carlos Ghosh a imposé à Nissan les valeurs **d'une culture individualiste**, basée sur les contrats d'embauche à

court terme et sur une rémunération variable et reliée à la performance, ainsi que sur des relations avec des fournisseurs et distributeurs locaux sélectionnés selon leur performance opérationnelle, et non pas selon le maillage relationnel qui caractérise le monde du travail au Japon. La forte orientation vers le passé (**LTO important de la société japonaise**), a induit des résistances au changement, et le processus a été laborieux et délicat.

c) **Incompatibilité culturelle due aux perceptions et aux opinions différentes que les dirigeants des deux entreprises ont au sujet du plan d'intégration.** En effet, le manager représente un «centre focal» de la culture organisationnelle, en influençant et en étant influencé par cette dernière (figure 3.10)

Figure 3.10 Incompatibilité culturelle due aux perceptions et aux opinions différentes des dirigeants de l'acquéreur et de la cible



d) **Incompatibilité culturelle due aux styles de leadership différents (tableau 3.17)**

Tableau 3.17 Les conclusions du projet Globe: plusieurs types de leadership

Leadership charismatique	Cette dimension reflète l'habileté à inspirer, à motiver, à attendre de grandes performances des autres, basées sur les valeurs fondatrices de l'entreprise. Cette dimension inclut six sous-dimensions : (a) visionnaire ; (b) inspirant, (c) autosacrifié ⁹ , (d) intègre, (e) décisif (f) orienté sur la performance.
Leadership d'équipe	Cette dimension souligne la construction d'une équipe efficace et l'élaboration d'un objectif d'équipe. Elle inclut cinq sous-dimensions : (a) collaboration, (b) intégration d'équipe, (c) diplomatie, (d) malveillance (valeur négative) et (e) compétence administrative.
Leadership participatif	Cette dimension reflète le degré avec lequel les gestionnaires impliquent les autres dans la prise de décision. Elle inclut deux sous-dimensions (à valeur négative) : (a) non participatif et (b) autocratique
Leadership humain	Cette dimension reflète un leadership de support et de considération, mais inclut aussi la générosité et la compassion. Deux sous-dimensions : (a) modestie (b) humanisme
Leadership autonome	Cette nouvelle dimension renvoie aux caractéristiques d'indépendance du leader. Elle est mesurée par une seule

Source : *Fabienne Gilles, CULTURE, LEADERSHIP AND ORGANIZATIONS. THE GLOBE STUDY OF 62 SOCIETIES* » : UNE ÉTUDE D'ENVERGURE, Observatoire de gestion stratégique des ressources humaines, UQAM, page 4 (disponible en ligne à l'adresse www.uqam.ca).

Les personnalités différentes des leaders et leurs styles de leadership risquent de créer une « faille » dans le processus de communication. Ainsi, par exemple, les dirigeants de l'acquéreur peuvent être tentés d'exposer leur supériorité par rapport aux dirigeants de la cible. En effet, une OFA peut être interprétée comme une marque de domination d'une direction sur une autre. Il est à craindre que les dirigeants de l'acquéreur perdent de vue la dimension relationnelle de l'opération et adoptent un comportement arguant et méprisable.

L'OFA (surtout dans le cas d'une OFA hostile) sera ressentie, chez la cible, comme une sanction d'une mauvaise gestion. Ainsi les qualités de la cible sont négligées, le savoir faire, les compétences accumulées par les employés seront aussi niées alors que ces mêmes caractéristiques avaient en

fait justifié l'OFA. Ce type de comportement provoque les réactions les plus négatives de la part du personnel de la cible. Ces derniers, seront anxieux, découragés et démotivés, perdront la confiance en rendant impossible toute collaboration et en amplifiant la résistance au changement.

Une telle atmosphère ne favorise pas l'intégration et la réalisation des synergies entre les deux entités. En réalité, elle empoisonnera la situation, en développant des clivages, limitant les transferts de ressources entre les deux entreprises et annulant toutes les synergies planifiées. A ce sujet nous pouvons citer Vestring, King, et Rouse (2003.) : « *...imposing the acquiring company's culture on the target obliterates the distinctive traits that have made the acquired company successful in the first place.* »

Tableau 3.18 Les sources du risque d'incompatibilité culturelle

Sources du risque d'incompatibilité culturelle	Commentaires
Métiers différents de la cible et de l'acquéreur	Surtout dans le cas des OFA ayant comme objectif la diversification des produits et des services offerts
Influences sociétales différentes	Surtout dans le cas des OFA ayant comme objectifs la diversification géographique
Perceptions opinions, et personnalités différentes des dirigeants des deux entreprises	Surtout dans le cas des OFA qui souffrent d'un processus de planification stratégique et <i>due dilligence</i> défectueux Une autre cause pourrait être une implication réduite des dirigeants dans les premières phases du processus, qui les a empêchés de mieux se connaître et d'établir un bon plan de communication, avant la phase d'intégration
Styles de leadership différents	Surtout dans des situations où la taille relative de l'acquéreur est très grande; dans une telle situation, il est possible, voire fort probable, que la cible (une petite entreprise) soit dirigée selon des principes de leadership participatif ou humain (voir le tableau 3.15), alors que l'acquéreur soit une grande entreprise où un mode de gestion plus formel soit mis en place.

3.3.3.2 Difficulté d'harmoniser les aspects structurels, et risque de départ du personnel clé

La phase d'intégration impose plusieurs contraintes aux managers chargés de la gestion de cette phase de l'OFA, entre autres :

- nouveau design organisationnel (organigramme, attributions, rôles stratégiques);
- harmonisation des normes de personnel (rémunération, avantages sociaux, formation, etc.);

- restructuration organisationnelle, réorientation du personnel, etc.

Ces décisions peuvent entraîner plusieurs conséquences :

- a) Coûts supplémentaires reliés aux divergences des systèmes de rémunération et motivation :
 - programmes de retraite (y compris, retraite anticipée)
 - programmes de formation et réorientation professionnelle
 - autres incitatifs financiers
 - autres bénéfices sociaux
- b) Rationalisation excessive des ressources humaines (afin de limiter ces coûts et réaliser les synergies escomptées)
- c) Départ des employés et des dirigeants clé.

Ces trois types de conséquences constituent des points d'entrée (des sources) pour autres risques, comme, par exemple :

- Coûts supplémentaires afin de retenir le personnel clé
- Pertes de capacité intellectuelle, de compétences distinctives, de savoir-faire spécifique

Cette chaîne de causes et effets qui induit des risques en cascade est typique de la phase d'intégration, durant laquelle les risques sont complexes et interliés et le traitement d'un certain risque ne signifie pas nécessairement une solution optimale, dans la mesure où le traitement de ce dernier induit un risque encore plus important.

Divergences des systèmes de rémunération et motivation

Les aspects sociaux et plus spécialement salariaux sont capitaux lors d'une OFA. Les deux entreprises ont le plus souvent des conventions collectives, des systèmes de rémunération mais également les avantages sociaux forts différents. L'harmonisation de ces conventions collectives au sein du nouvel ensemble est un des grands chantiers de l'OFA. En effet les déséquilibres de salaires constituent un des facteurs de l'échec des OFA.

Le choix de la grille de rémunération et des avantages sociaux offerts (plan de retraite et autres) à retenir s'avère ainsi un exercice particulièrement délicat car il faut essayer d'éviter les jalousies et la concurrence entre le personnel des deux entités d'origine (Quentin.C, 2001). Une divergence très grande entre les grilles et les systèmes de rémunération (accentuée par la différence de taille entre les deux entités ou par leur appartenance à des industries fort différentes) pose plusieurs défis :

a) Si l'acquéreur maintient cette différence, en imposant à l'unité acquise des critères de rémunération moins attrayants que ceux utilisés pour son propre personnel, il risque d'être confronté à un départ massif des cadres et du personnel clés de la cible, à des grèves ou à d'autres manifestations (boycott, rumeurs, etc.), et, éventuellement, à une crise médiatique ou à un risque légal (actions dans les tribunaux).

b) Si l'acquéreur achète la paix sociale et harmonise les grilles salariales selon la grille la plus généreuse, les coûts d'une telle initiative annuleront en partie les effets de synergies attendus.

Un exemple d'une telle difficulté rencontrée lors d'une OFA est l'opération de fusion Air Canada- Canadien (C. Dumitriu et Emeric de Sablet, 2005). Air Canada s'est donné comme objectif une rationalisation qui pouvait

lui apporter une économie de coûts de 650 Millions de dollars par année en coûts de main d'œuvre (Gérard Bérubé, 2004). Pour atteindre cet objectif, Robert Milton (le PDG à l'époque) a proposé des traitements de salaires différents, en discriminant non seulement entre les employés de Air Canada et ceux de Canadien, mais aussi entre les différentes catégories de personnel (pilotes, personnel au sol, etc.), et plusieurs catégories de personnel devaient perdre des privilèges importants.

De plus, il y avait de fortes tensions à cause des systèmes de retraite différents des deux entreprises, qui causaient des frustrations à certains employés, car ils risquaient de perdre leurs avantages de retraite par cette fusion. Par conséquent, l'entreprise a été confrontée dans un premier temps avec des grèves et ensuite avec des actions dans les tribunaux, dont les coûts ont annulé tout effet escompté par cette restructuration, et, sur un fond de problèmes déjà existants (dette importantes et autres), ont mené l'acquéreur au bord de la faillite.

Départ du personnel clé

Le départ de certains cadres et dirigeants est dû à un dédoublement de gouvernance, tandis que la nouvelle entité ne requiert qu'une seule équipe dirigeante. Les nominations aux places clés ont lieu pour les uns, les possibilités de progression de carrière s'affaiblissent pour les autres. Cette situation aboutit à une déstabilisation, une angoisse, du stress parmi cette catégorie de salariés.

Ces derniers préfèrent ainsi quitter l'entreprise, encouragés par des offres alléchantes des entreprises concurrentes. Ce phénomène de départ massif des cadres est d'autant plus corrélé avec l'absence d'une stratégie claire et d'une **communication bidirectionnelle** efficace qui laisse libre cours aux rumeurs et fausses nouvelles.

Nous croyons que le départ d'un personnel hautement qualifié représente une perte de savoir-faire importante qui risque de tomber dans les mains des concurrents. De plus, avec le départ des leaders de la cible, les employés de cette entité seront très anxieux, très agressifs, en rendant impossible toute collaboration et tout succès de l'opération d'intégration.

3.3.3.3 Difficulté d'harmoniser les aspects stratégiques, risque de ne pas réaliser les synergies escomptées, et risque éthique

Comme le montre la figure 3.6, les priorités des dirigeants reliées aux aspects stratégiques comptent pour 26% des priorités de la phase d'intégration, et se composent principalement de :

a) *Rationalisation*

- des marques;
- des actifs (réseaux de distribution, technologies, usines, etc.);
- des fournisseurs
- des marchés et segments desservis

b) *Mise en place de la stratégie post-opération et réalisation des synergies* (nouveaux marchés, produits, budget de marketing et marketing mix, etc.)

c) *Mise en place d'un système de monitoring du progrès de la phase d'intégration («balance scorecard»)*

Les principaux risques reliés à ces actions sont :

- Difficultés reliées au processus d'intégration des TI (systèmes trop différents ou trop redondants utilisés par les deux partenaires), et, par conséquent, synergies technologiques et informationnelles plus réduites que prévu.
- Rationalisation excessive

- Perte de clients
- Marchés géographiques insuffisamment exploités
- Sources de synergies non exploitées ou insuffisamment exploitées
- Échec du monitoring du progrès (indicateurs non adéquats pour mesurer le progrès de l'intégration)
- Risque éthique : information incomplète ou fausse, afin de ne pas dissuader les investisseurs

Rationalisation excessive des actifs et pertes de clients

Dans le but de réaliser rapidement des économies, l'acquéreur peut être tenté de procéder à une rationalisation massive et excessive des actifs. Si les gains et les économies seront visibles sur un court terme, les effets pervers de ce type de comportement ne se manifesteront que sur le long terme.

En effet, sous l'effet de rationalisation excessive la cible peut perdre ses capacités de développement et d'innovation, ayant pour conséquence la destruction de certaines de ses compétences existantes ou l'imposition des barrières psychologiques à en développer autres.

L'impact négatif d'une telle rationalisation excessive est illustré lors de l'OFA entre les banques First Interstate (FI) et Wells Fargo (Capron, 2004). En 1996, Wells Fargo prend le control de First Interstate (FI), et décide de fermer le réseau de succursales de cette dernière, et de desservir ses clients à l'aide de ses propres guichets automatisés implantés dans les supermarchés.

Cette décision, qui aurait pu constituer une source importante d'économies, a entraîné le départ de 75% des 500 cadres supérieurs et une baisse du chiffre d'affaires due à la migration de la clientèle insatisfaite du service offert vers d'autres banques concurrentes. La banque FI a finalement été revendue en 1998 à Norwest. (Capron, 2004).

Sources de synergies non exploitées ou insuffisamment exploitées

D'après une étude du cabinet McKinsey (« *Postmerger Management Survey, 2002* »), 70 % des OFA ne réalisent pas les synergies projetées; une multitude de raisons explique cette observation :

- Premièrement il est courant que les effets de synergies soient surestimés par les décideurs de l'acquéreur afin de vendre le projet au conseil d'administration; en même temps, les coûts affectés à la réalisation de ces synergies seront sous-estimés. Par conséquent, la phase d'intégration risque de se transformer en « une chasse » aux synergies qui sera destructrice de valeur.
- Deuxièmement, il se peut que le caractère hostile de l'opération bloque la réalisation des synergies calculées. La cible montrera des résistances de toutes natures afin de repousser l'acquéreur considéré comme un ennemi plutôt qu'un possible partenaire.
- Troisièmement, l'intervention des autorités antitrust peut rendre parfois incertaine la mise en œuvre des synergies.

Risques éthiques

Lors de la planification de l'OFA, les préoccupations et les problèmes d'ordre éthique ne sont pas perçus comme étant importants, par les cadres, dirigeants ou / et les consultants qui mènent à bien ces opérations sophistiquées.

Il arrive souvent que durant cette phase, les « initiés » tardent d'informer les actionnaires et les autres parties prenantes de l'évolution de la phase d'intégration, ou, pire encore, ils fournissent des informations incomplètes ou faussées, afin de « cosmétiser » les résultats réels. Pasquero (1987) identifie

plusieurs sources du risque éthique propre à cette étape d'intégration, et qui sont regroupés selon le type d'impact (personnel, corporatif et social)

Tableau 3.19 Sources de risque éthique

Phase	Niveau personnel	Niveau corporatif	Niveau sociétal
Intégration	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Népotisme ▪ Conflit d'intérêt ▪ Règlement de compte ▪ Abus de pouvoir ▪ Relation de dominant - dominé 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Restructuration musclée ▪ Concentration du pouvoir au mains d'une seul direction 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Licenciements collectifs ▪ Pertes des acquis sociaux ▪ Vulnérabilité sociale, industrielle et régionale

Le tableau 3.20 fait une synthèse des risques que nous avons identifiés et qui sont propres à la phase d'intégration

Tableau 3.20 Synthèse des risques propres à la phase d'intégration

Risques de la phase tactique : enchaînement «risques- conséquences- nouveaux risques»				
T=0	T	T+1	T+2	T+3
1. Incompatibilité culturelle (voir tableau 3.17) 1.1 Métiers différents de la cible et de l'acquéreur 1.2 Influences sociétales différentes 1.3 Perceptions opinions, et personnalités différentes des dirigeants des deux entreprises 1.4 Styles de leadership différents	Réaction négative de la part des employés de la cible Résistance au changement Le syndrome de la forteresse (John Kotter, 1996) : «ceux qui ne pensent pas comme nous sont nos ennemis et doivent être marginalisés»	Départ volontaire des employés et des dirigeants clé Synergies non réalisées ou inférieures aux valeurs prévues	Coûts supplémentaires afin de retenir le personnel clé : la contribution des plans de recrutement et rétention du talent à la création de valeur pourrait atteindre 11 à 16% (Watson Wyatt, the Human Capital Index (HCI)). Pertes de capacité intellectuelle, de compétences distinctives, de savoir-faire spécifique	Mécontentement des actionnaires Mécontentement des employés Résultats et performance médiocres
2. Difficulté d'harmoniser les aspects structurels (organigramme, normes et autres)	Coûts supplémentaires reliés aux : - programmes de retraite (y compris, retraite anticipée) - programmes de formation et réorientation professionnelles - autres incitatifs financiers - autres bénéfices sociaux	1. Rationalisation excessive des ressources humaines (afin de limiter ces coûts et réaliser les synergies escomptées), et, par conséquent, départ volontaire des employés et des dirigeants clé 2. Rationalisation insuffisante et, par conséquent, perte de productivité et coûts supplémentaires	1.1 Coûts supplémentaires afin de retenir le personnel clé 1.2 Pertes de capacité intellectuelle, de compétences distinctives, de savoir-faire spécifique 1.3 Risque de grèves ou d'autres manifestations (boycott, rumeurs, etc.) 1.4 Crise médiatique 1.5 Risque légal (actions dans les tribunaux) 2.1 Synergies non réalisées ou	Mécontentement des actionnaires Mécontentement des employés Résultats et performance médiocres

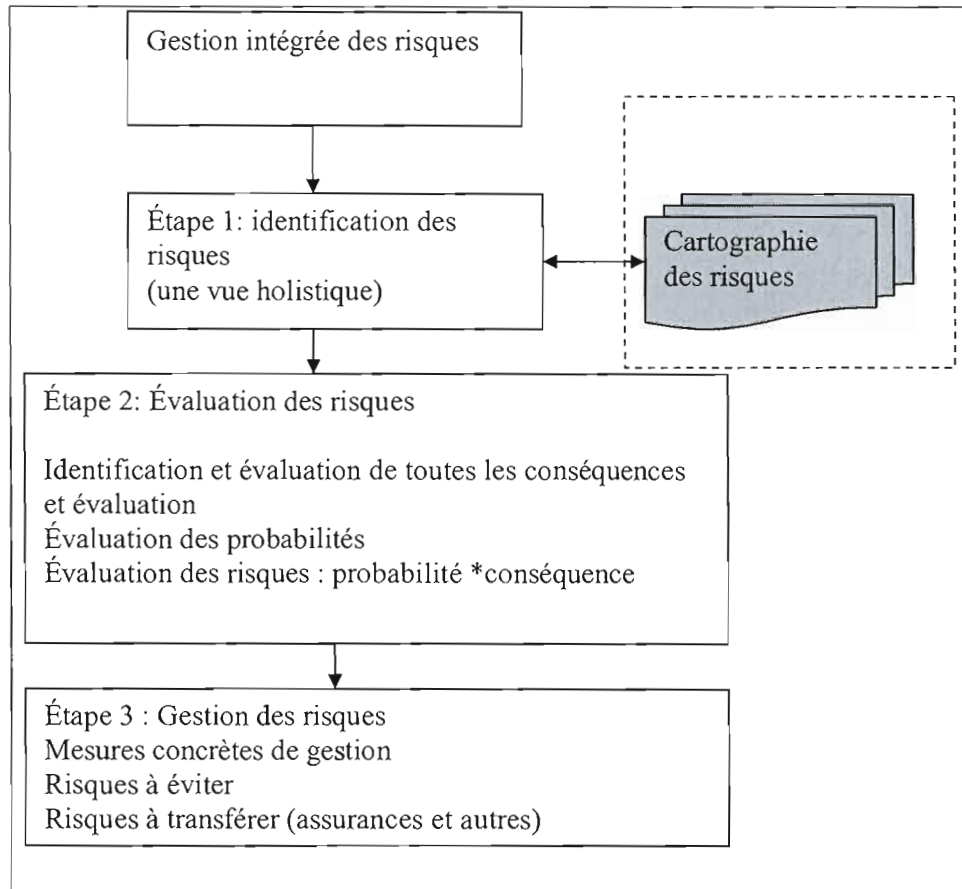
			inférieures aux valeurs prévues	
Risques de la phase tactique (suite) : enchaînement «risques- conséquences- nouveaux risques»				
T=0	T	T+1	T+2	T+3
<p>3. Difficulté d'harmoniser les aspects stratégiques</p> <p>cause 1 : faible degré d'implication de la haute direction</p> <p>1.1 manque de temps (une OFA, durant la phase d'intégration, peut accaparer de 30 à 50 % du temps de travail des managers impliqués; John Kotter, 1996)</p> <p>1.2 pression psychologique accrue : le nombre de priorités et les contraintes temporelles serrées rendent le management non «productif»; plus de la moitié des managers identifie «la pression psychologique» comme étant une importante cause de l'échec de la phase d'intégration (Watson Wyatt, the Human Capital Index (HCI)).</p> <p>1.3 manque d'expérience en matière d'OFA</p> <p>cause 2 : plusieurs risques négligés durant les étapes précédentes et par conséquent, plusieurs erreurs propagées</p>	<p>Rationalisation excessive ou insuffisante</p> <ul style="list-style-type: none"> - des marques; - des actifs (réseaux de distribution, technologies, usines, etc.); - des fournisseurs - des marchés et segments desservis <p>Erreurs stratégiques en termes de :</p> <ul style="list-style-type: none"> - nouveaux marchés, produits, budget de marketing et marketing mix, etc. <p>Manque de cohérence du plan d'intégration (entre les divers aspects mentionnés)</p> <p>Échec du monitoring du progrès (indicateurs non adéquats pour mesurer le progrès de l'intégration)</p> <p>Difficultés reliées au processus de communication (John Kotter, 1996)</p>	<p>Difficultés reliées au processus d'intégration des TI (systèmes trop différents ou trop redondants utilisés par les deux partenaires),</p> <p>Perte de clients</p> <p>Marchés géographiques insuffisamment exploités</p> <p>Sources de synergies non exploitées ou insuffisamment exploitées</p> <p>Temps et ressources supplémentaires alloués à l'intégration</p> <p>Risque éthique : information incomplète ou fausse, afin de ne pas dissuader les investisseurs</p>	<p>Synergies technologiques et informationnelles plus réduites que prévu.</p> <p>Effet direct sur le moral des employés</p> <p>Perte de confiance de la part des autres <i>stakeholders</i> : (fournisseurs, clients, marché financier, actionnaires)</p>	<p>Mécontentement des actionnaires</p> <p>Mécontentement des employés</p> <p>Résultats et performance médiocres</p>

3.4 Conclusions

Le tableau 3.20 présente notre cartographie des risques reliés à une OFA. Comme on a déjà spécifié, une cartographie des risques fournit une vue holistique des risques d'une entreprise, d'un secteur industriel, d'un pays, en identifiant les risques les plus importants, leurs sources et leurs conséquences spécifiques qui, par un processus d'avalanche, pourraient induire d'autres risques.

La cartographie des risques n'envisage pas d'évaluer ces risques, ni de proposer des mesures concrètes de gestion de ces risques, mais seulement de les identifier (figure 3.11).

Figure 3.11 La Gestion intégrée des risques et notre contribution à l'avancement des connaissances



Source : C. Dumitriu, 2002-2006.

Notre objectif a été d'appliquer ce processus de cartographier les risques non pas à une entreprise, secteur industriel ou pays, mais à une OFA.

Pour ce faire, dans ce chapitre nous avons identifié et décrit les risques propres à chaque étape d'une OFA, ainsi que les liens et les interactions qui existent entre ces risques, et qui font en sorte qu'une erreur de décision produite à une certaine étape du processus, puisse se propager, avec des conséquences désastreuses, en aval de ce processus, où les moyens de limiter ces conséquences des erreurs passées, sont de plus en plus limités.

Chapitre VI : Etude de cas
Fusion entre Procter & Gamble et Gillette (2005)

Le tableau 3.21 représente la synthèse de notre cartographie des risques d'une OFA. La troisième colonne du tableau propose quelques mesures de gestion de chaque risque, et se veut une voie ouverte pour la continuation de cette recherche.

Tableau 3.21 : cartographie des risques d'une OFA

Risques relatifs à la phase stratégique		
	Causes et ou conséquences et enchaînement des risques	Gestion
Absence de vision stratégique claire	1.1 Objectifs flous ou non réalistes 1.2 Moyens non conformes aux objectifs 1.3 Optimisme exagéré concernant les synergies envisagées, qui induit d'autres risques sous séquents : 1.3.1 Risque de ne pas atteindre la taille critique escomptée 1.3.2 Risque de ne pas atteindre les réductions de coûts envisagées par les économies d'envergure 1.3.3 Risques légaux (niveau de concentration accru qui pourrait rendre l'initiative non faisable; autres risques légaux)	Les managers devraient trouver des réponses claires et non équivoques : 1. Quels sont nos objectifs ? 2. Quel est l'effort nécessaire (en terme de ressources humaines, financières, etc.) pour atteindre ces objectifs ? 3. Quels sont les moyens à notre disposition, leurs avantages et leurs risques stratégiques (croissance interne versus croissance interne versus croissance hybride) ? 4. Quelles sont les cibles potentielles (une analyse préliminaire)? 5. Quels sont les résultats attendus (quels types de synergies escomptés (voir tableau 3.4) quels avantages compétitifs (voir figure 3.3)? quel positionnement? quels défis ? quels risques envisagés?)
S'éloigner de son métier de base Tableau 3.6	Conséquences possibles et facteurs de risque à surveiller dans les étapes suivantes : - Délai trop long pour harmoniser les procédures, normes, etc. - Économies d'échelle difficilement réalisables - L'expérience de l'acquéreur en matière d'OFA (plus spécifiquement, en matière d'intégration des cibles acquises) pourrait diminuer le risque induit par le degré de diversification par la suite de l'OFA	<ul style="list-style-type: none"> - Rester proche de son métier de base afin de bénéficier au maximum des effets de synergie. - Acquérir ou développer vite des compétences nécessaires à la maîtrise des affaires dans un secteur d'activité différent
Sélection inadéquate de la cible Tableau 3.7	Sources : liste des critères de choix incomplète ou barrière psychologique des dirigeants qui les empêche à reconnaître leurs limites cognitives	1. Critères de choix à considérer (facteurs à surveiller) : <ul style="list-style-type: none"> - notoriété de la cible - positionnement sur le marché et marques - compatibilité avec l'acquéreur (structurelle et culturelle) - potentiel de développement futur - concurrence et parts de marché - pouvoir d'achat - réseaux de distribution et clients - qualité du management 2. Respecter les critères de sélection établis d'avance
Choix inadéquat des experts externes Tableau 3.8	Le risque induit par un mandat trop large accordé aux experts Le risque induit par un contrat ambigu ou par des relations «d'amitié» avec les experts Le risque de sous estimer certains aspects Le risque de discontinuité dans l'analyse Le risque relié au type de rémunération	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Choisir les experts qui possèdent des compétences complémentaires et vérifiées ▪ Vérifier les analyses présentées par les experts internes. ▪ Rémunérer les experts à la base des résultats produits par l'OFA après l'intégration, et non à la base de sa

		conclusion
Risques relatifs aux considérations techniques et tactiques de l'OFA		
	Causes et ou conséquences et enchaînement des risques	Gestion
Processus de «Due Diligence» défectueux Tableau 3.9	<ul style="list-style-type: none"> f) la durée du processus (trop courte) g) le nombre de sources d'informations utilisées (trop réduit) h) la nature des informations recueillies (tournées vers le passé et surtout financières) i) les faiblesses de l'équipe chargée de l'analyse (compétences circonscrites à certains champs d'analyse, seulement; faible partage d'information entre les membres de l'équipe, etc.) j) l'inadéquation des ressources allouées à cette activité (systèmes de communication, temps disponible des membres de l'équipe, logiciels, support technique, technologique et logistique, etc.) k) le manque d'expérience de l'acquéreur en matière d'OFA 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Audit financier, de marché, etc. ▪ Procéder à une «due diligence» par activité /département ▪ Faire participer les cadres opérationnels lors de la due diligence ▪ Mise en place d'une clause de garantie sur le passif et sur l'actif de la cible
Prix trop élevé - Risque relié au choix de la technique d'évaluation de la cible (tableau 3.11) Risque relié à l'évaluation du «goodwill» (tableau 3.12)	<p>Risques d'utiliser l'approche actuarielle</p> <ul style="list-style-type: none"> - difficultés méthodologiques : prévision de flux, mesure du coût du capital, choix du taux d'actualisation (voir tableau 3.11) - possibles erreurs de prévision (trop optimistes). -risque de résultats biaisés lorsque les cash-flows attendus ont une forte variabilité et lorsque le bêta de l'entreprise n'est pas stable <p>Risques d'utiliser l'approche comparative</p> <p>Difficultés reliées au choix objectifs des multiples de valorisation (voir tableau 3.11)</p> <p>Risque de ne pas identifier et évaluer correctement les actifs intangibles, dans le sens de la nouvelle réglementation</p> <p>Risques reliés au calcul du goodwill et de la valeur de la transaction qui induit nécessairement le risque de payer une prime trop élevée</p> <p>Risque relié au traitement comptable du goodwill</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Approches mixtes ▪ Plusieurs scénarios accompagnés d'analyse des risques ▪ Les critères d'établissement d'un « peer group » (tableau 3.10) ▪ «Impairment test»

Risques relatifs aux considérations techniques et tactiques de l'OFA (suite)

Le risque relié au montage financier à mettre en place Tableau 3.14	<p>Financement par échange d'actions</p> <ul style="list-style-type: none"> - Risque de dilution de capital - Nouveaux actionnaires (complexité de gouvernance) - Coût plus élevé (émission de titres, évaluation et détermination de la parité d'échange, etc.) - Risque induit par la fluctuation des titres de l'acquéreur ou de la cible <p>Financement par liquidités</p> <ul style="list-style-type: none"> - Risque de diminution du cash flow - Si dette : risque financier et de crédit 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ L'acquéreur doit planifier tous ses coûts, afin de maîtriser le risque relié à la croissance des divers coûts adjacents ▪ «Collars» et CVR, <i>contingent value rights</i> (si financement par échange d'actions) ▪ hedgings et autres instruments dérivés ▪ facteurs à surveiller : coût de la dette et CMPC
Risques reliés au comportement des décideurs Tableau 3.15	<p>Risque de destruction de valeur économique</p> <p>La théorie d'Hurbs : plus la prime payée est grande, plus la probabilité de réussite de l'OFA diminue.</p> <p>La théorie des coûts d'agence et la théorie du «pouvoir managérial», plus la prime payée est grande, plus la probabilité de réussite de l'OFA sera réduite.</p> <p>La théorie du timing du marché : aucun risque, à part celui induit par le changements des contextes et la volatilité du titre.</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mettre en place une gouvernance efficace ▪ Impliquer le Board et le comité d'audit dans toutes les décisions majeures, et ce, à chaque étape ▪ Réévaluer la pertinence de l'opération avant de finaliser l'OFA ▪ Reprendre le processus ou changer de stratégies si la dynamique du marché anticipée se révèle fausse. ▪ Découper le processus en sous étapes et hiérarchiser les objectifs
Risques reliés au contrôle des coûts totaux de l'opération	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Augmentation non prévue des coûts de l'opération ▪ Risque de fragiliser le cash-flow de l'entreprise ▪ Recours à des emprunts à court terme aux taux d'intérêt élevé pour faire face à une telle situation 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Planification des budgets par étapes du processus de l'OFA ▪ Estimation des coûts connexes de l'OFA.
Risques relatifs à la phase d'intégration		
	<p style="text-align: center;">Causes et ou conséquences et enchaînement des risques</p>	<p style="text-align: center;">Gestion</p>
Incompatibilité culturelle (tableaux 3.16 et 3.19)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Métiers différents de la cible et de l'acquéreur ▪ Influences sociétales différentes ▪ Perceptions opinions, et personnalités différentes des dirigeants des deux entreprises 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Évaluer la compatibilité de la cible lors de la phase stratégique ▪ Intégrer les variables culturelles dans le diagnostic. ▪ Rester proche de son métier de base (culture unique) ou choisir

Chapitre VI : Etude de cas
Fusion entre Procter & Gamble et Gillette (2005)

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Styles de leadership différents ▪ Autres risques (en chaîne, voir le tableau 3.19) 	<p>un ensemble de valeurs dominantes partagées par tous les employés</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Le leader doit créer les bases de la nouvelle culture (exemple personnel)
Difficulté d'harmoniser les aspects structurels (tableau 3.19)	<p>Risque de rationalisation excessive des ressources humaines et départ du personnel clé Pertes de capacité intellectuelle, de compétences distinctives, de savoir-faire spécifique; Risque de grèves ou d'autres manifestations (boycott, rumeurs, etc.); Crise médiatique ; Risque légal (actions dans les tribunaux)</p> <p>Risque de rationalisation insuffisante et, par conséquent : perte de productivité coûts supplémentaires synergies non réalisées ou inférieures aux valeurs prévues</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Bonne connaissance des aspects réglementaires ▪ Communication, information et négociation avec les syndicats ▪ Trade-off judicieux entre une rationalisation excessive et une rationalisation insuffisante ▪ Méta stratégie (implication limitée des syndicats dans certaines décisions stratégiques préliminaires – voir Allaire et Firsirotu, 1993) ▪ Dresser une liste du personnel stratégique chez la cible <ul style="list-style-type: none"> ▪ Offrir des nouveaux contrats aux personnels clés de la cible. ▪ Intégrer le personnel clé dans la nouvelle structure
Difficulté d'harmoniser les aspects stratégiques (tableau 3.19)	<p>Rationalisation excessive ou insuffisante - des marques; - des actifs (réseaux de distribution, technologies, usines, etc.); - des fournisseurs - des marchés et segments desservis</p> <p>Erreurs stratégiques en termes de : - nouveaux marchés, produits, budget de marketing et marketing mix, etc.</p> <p>Manque de cohérence du plan d'intégration (entre les divers aspects mentionnés)</p> <p>Échec du monitoring du progrès (indicateurs non adéquats pour mesurer le progrès de l'intégration)</p> <p>Difficultés liées au processus de communication (John Kotter, 1996)</p> <p>Risque éthique : information incomplète ou fausse, afin de ne pas dissuader les investisseurs</p> <p>Sources de synergies non exploitées ou insuffisamment exploitées</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Élaborer des scénarios pour la réalisation des effets de synergies. ▪ Bien évaluer et fixer les objectifs et attentes de l'opération ▪ Communiquer à temps des attentes et des objectifs réalistes au nouvel ensemble ▪ Mettre en place une gouvernance efficace ▪ Impliquer le Board et le comité d'audit dans toutes les décisions majeures, et ce, à chaque étape ▪ Établir une liste d'indicateurs adéquats pour mesurer le progrès de l'intégration ▪ Monitoring continu et ajustement pour assurer la cohérence du plan d'intégration

Chapitre IV

Etude de cas : Fusion entre Procter & Gamble et Gillette (2005)

Introduction et objectifs du chapitre

Malgré les échecs observés lors de la précédente vague de fusions et acquisitions⁶, le nombre des opérations, et le montant des transactions, ont continué à augmenter⁷. Comme nous avons montré dans le chapitre 1, cette cinquième vague d'OFA consiste en un rapprochement entre des entreprises d'un même secteur (OFA horizontales) dont les principaux objectifs sont:

1. l'atteinte d'une taille critique permettant au nouvel ensemble d'améliorer son positionnement stratégique dans les divers marchés ;
2. la réalisation des économies d'échelle et d'envergure, permettant au nouvel ensemble de réduire le coût moyen unitaire et de profiter rapidement des effets de synergie.

D'après « Merger Proposal, Proxy 2005 », document présentant la fusion entre Procter & Gamble et Gillette à l'attention de leurs actionnaires respectifs, la fusion entre ces deux entreprises est une OFA amicale ayant pour objectif d'augmenter l'envergure de l'offre de produits de l'acquéreur, de réaliser des économies d'échelle et d'envergure et de bénéficier d'une position dominante sur le marché. Ces objectifs concordent totalement avec les objectifs stratégiques que nous avons identifiés dans le chapitre 1 comme étant caractéristiques de la 5^{ème} vague d'OFA.

⁶ voir le chapitre 1

⁷ Sondage 2005 de KPMG sur les fusions et les acquisitions ; au Canada, on a enregistré en 2005 plus de 1000 fusions et acquisitions

Mon intérêt pour l'étude de la fusion entre Procter & Gamble (P&G) et Gillette est «bidimensionnel»; d'un côté, cette opération m'a incité à me pencher sur son analyse, car elle s'inscrit dans la même logique stratégique que celle des OFA qui se concluent actuellement dans des divers secteurs et industries; d'un autre côté, cette opération a débuté durant la période de cette recherche, plus précisément au moment où je commençais à tester la cartographie des risques proposée dans le chapitre 3, à l'aide d'une autre opération similaire, conclue entre Hewlett Packard et Compaq.

J'ai décidé donc de prendre le défi et de changer l'objet de mon attention, afin d'étudier une OFA qui me permettait de suivre les événements au fur et à mesure que ces derniers avaient lieu. **Par conséquent, à ma connaissance, cette OFA n'a pas encore été analysée par les chercheurs et aucune autre étude de cas n'a pas été encore réalisée.**

Dans ce chapitre, nous nous proposons d'analyser la fusion entre Procter & Gamble et Gillette selon notre cartographie de risques, afin d'identifier la mesure dans laquelle les décisions prises par les deux entreprises impliquées ont contribué à l'identification, la prévision et à la gestion des risques de cette opération. En même temps, cette analyse nous permettra de vérifier notre cartographie des risques et d'identifier, éventuellement, d'autres risques à inclure.

4.1 L'industrie des biens de consommation : les prémisses des OFA

Gillette et Procter & Gamble sont des entreprises du secteur FMCG « Fast Moving Consumer Goods » (produits de biens de consommation). Conformément au *North American Industry Classification System (NAICS)*, cette industrie inclurait des entreprises qui fabriquent des produits de toilette, de beauté, d'hygiène dentaire, de soins personnels, des détergents, etc.

Une étude réalisée par la firme de conseil Accenture en 2006 montre que l'industrie des « produits de biens de consommation » a connu une croissance rapide et soutenue entre les années '50 et '90. Durant cette période, plusieurs entreprises ont proposé des nouveaux produits innovateurs comme les couches jetables (Johnson & Johnson), les brosses à dents et les rasoirs électriques, etc.

Ces nouveaux produits ont été lancés par des entreprises ayant consenti des investissements massifs leur permettant de mettre en place un système de production et de distribution performant combiné à des efforts promotionnels et publicitaires de grande envergure. Les ventes étaient aussi encouragées par des prix de « lancement » favorisant une adoption rapide de ces nouveaux produits (Allaire et Firsirotu, 2004).

Le marché des « biens de consommation » est maintenant en phase de maturité dans les pays développés (Europe et Amérique du Nord) et en phase de croissance dans les pays en voie de développement comme l'Inde, la Chine, le Mexique, et les pays de l'Europe de l'Est (Accenture, 2006)⁸.

Selon la même source, en Europe et en Amérique du Nord, après une phase de croissance durant les années '60 le marché des « biens de consommation » est entré en phase de maturité et s'est fragmenté, pour donner naissance à des nouveaux segments; par conséquent, les entreprises ont dû développer de nouveaux produits afin de répondre plus spécifiquement à des besoins d'une ou de plusieurs catégories de consommateurs.

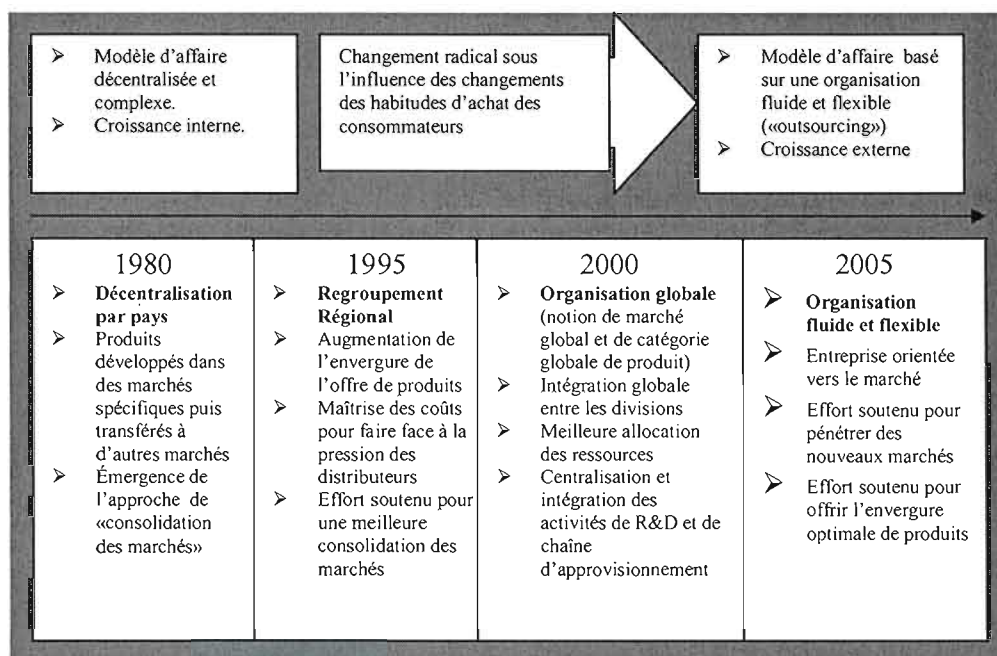
A titre d'exemple nous pouvons citer les produits de rasage pour femmes et les produits de beauté pour hommes, les produits d'hygiène dentaire pour enfants, etc.

⁸ Achieving High Performance in the Home and Personal Care Industry

4.1.1 La dynamique du marché

Le changement de la dynamique de cette industrie a induit un changement radical dans le modèle d'affaire des compétiteurs (figure 4.1).

Figure 4.1 : Évolution du modèle d'affaire dans l'industrie des biens de consommation



Source: Achieving High Performance in the Home and Personal Care Industry, Accenture, 2006.

A partir de ce modèle de changement de la dynamique du marché proposé par Accenture, on peut identifier les principaux facteurs du changement et leur impact sur la stratégie des entreprises oeuvrant dans cette industrie :

1. L'entreprise doit être orientée vers le marché et être bien positionnée ; pour ce faire, les entreprises doivent
 - a. faire des investissements massifs dans la recherche et développement ;
 - b. lancer des nouvelles marques ;

- c. prévoir des budgets de marketing et publicité de plus en plus importants.

Toutefois, les entreprises devraient bien gérer l'étendue de leurs gammes de marques afin de s'assurer du meilleur positionnement sur le marché.

Par exemple, en 2000, Unilever a entamé un processus de restructuration de ses gammes de produits, en éliminant les marques qui généraient moins de 10% de chiffre d'affaires ; ainsi, son portefeuille de produits qui comptait 1200 marques, ne compte présentement que 400, après cette restructuration. (« Management au hachoir à Unilever », L'expansion, novembre 2005, Études: consommateurs (TNS Sofrès)).

- 2. L'entreprise doit bâtir une organisation dynamique et flexible en faisant recours à la sous-traitance et autres types de partenariats.
- 3. L'entreprise doit développer (ou acquérir) rapidement des compétences spécifiques et distinctives, adaptées à la nouvelle dynamique du marché.
- 4. Comme le marché est déjà en phase de maturité dans plusieurs régions géographiques, la croissance peut venir soit de l'expansion géographique, soit des acquisitions (des compétiteurs), soit de la réduction des coûts.

À une analyse plus attentive, tous ces moyens de composer avec la nouvelle dynamique de ce marché se résument en fait à deux variables à contrôler :

- a) **la rapidité d'action** (acquérir vite des compétences nouvelles, pénétrer vite des nouveaux marchés géographiques en croissance, développer vite des nouveaux produits, etc.)

b) **le contrôle des coûts** : chercher les effets de taille (économie d'échelle) et d'envergure (synergies) afin de pouvoir absorber les coûts supplémentaires à engager pour composer avec ces changements (budget de marketing, coûts de recherche et développement, etc.).

4.1.2 Les prémisses des OFA dans ce secteur

On peut maintenant se poser la question à savoir si les OFA permettent de réaliser ces objectifs dans ce secteur et plus précisément, dans le cas des deux entreprises impliquées.

Une analyse des activités des compétiteurs qui œuvrent dans ce marché, que nous avons sélectionnés à partir de la liste des plus grandes entreprises (Forbes 2000 et Fortune 500, 2006) et que nous avons analysés à partir de leurs rapports annuels et de leurs formulaires K8 et K10 (C. Dumitriu, Sammy Besbes, 2006) nous a permis d'identifier plusieurs prémisses pour les OFA dans ce secteur :

a) Opportunités pour oeuvrer à la TME de l'industrie et diminuer le coût moyen unitaire

Du point de vue de l'offre, la concurrence se joue entre des grandes entreprises multinationales offrant une large gamme de produits qui ciblent plusieurs segments. Les compétiteurs les plus importants dans le marché des produits de consommation sont (voir tableau 4.1):

- P&G, Colgate-Palmolive, l'Oréal, Kimberly Clark Masco, Johnson & Johnson, etc., actifs surtout dans le segment FMCG des produits de ménage et de soin d'hygiène personnelle (certains de ces compétiteurs se sont diversifiés dans d'autres secteurs, comme c'est le cas de J&J pour le secteur pharmaceutique).

Chapitre VI : Etude de cas
Fusion entre Procter & Gamble et Gillette (2005)

- Gillette (avant la fusion avec P&G), Revlon, Henkel, Reckitt-Benckiser et Bic, etc., actifs surtout dans le segment FMCG des soins d'hygiène personnelle et des soins de beauté.
- Nestlé, Unilever, Pepsico, Conagra Foods et Sara Lee, etc., actifs dans le segment FMCG des produits agroalimentaires à grande consommation.

A cause de l'étendue de l'envergure des gammes de produits, il est pratiquement impossible, dans le cas de l'industrie des biens de consommation, de mesurer la TME en se basant sur « le nombre de produits vendus » (méthode proposée par Allaire et Firsirotu, 2004). L'atteinte de la TME pourrait alors être approximée par le niveau du chiffre d'affaires.

Tableau 4.1 (a) : Principaux compétiteurs sur le marché des biens de consommation

Position au monde	Entreprise	Pays	Ventes (Milliards de dollars)	Profit net (Milliards de dollars)	Actifs (Milliards de dollars)	Capitalisation boursière (Milliards)
87	Unilever	Pays Bas et Royaumes Unis	49.35	4.95	44.53	67.43
21	Procter & Gamble	EU	61.68	7.79	136.52	197.12
209	L'Oréal Group	France	17.18	2.33	22.87	55.73
303	Kimberly-Clark	EU	15.90	1.58	16.30	27.31
331	Christian Dior	France	17.91	0.63	33.86	16.86
335	Henkel Group	Allemagne	14.37	2.35	17.38	15.37
425	Colgate-Palmolive	EU	11.40	1.35	8.51	28.12
558	Reckitt Benckiser	Royaumes Unis	7.18	1.15	7.11	25.66
584	Richemont	Suisse	4.78	1.27	9.61	23.97

Sources : Forbes 2000, Global, 2006

Tableau 4.1 (b) : Les deux plus importants joueurs sur le marché des biens de consommation

Ranking FORBES 2000 Global (selon une combinaison de : chiffre d'affaires -capitalisation boursière -profits- actifs)	2004	2005	2006
Unilever	66	92	87
P&G	44	45	21

Forbes, 2006

Le tableau 4.1 (a) montre clairement la différence qui existe entre les chiffres d'affaires des grands joueurs (comme Unilever et Procter & Gamble) et ceux des petits joueurs (comme Reckitt-Renckiser). Cette différence trouve son origine dans l'écart important qui existe entre l'étendue des gammes de produits offerts par les petits et les grands joueurs, ainsi qu'entre les envergures géographiques de leurs opérations respectives (C. Dumitriu, 2006).

Le tableau 4.1 (b) montre l'ascension de P&G dans cette hiérarchie prestigieuse, (spécifiquement après l'OFA), par rapport à son plus important compétiteur, Unilever. En fait, après cette fusion, P&G est devenu le leader du marché, avant Unilever, qui avait détenu cette position pour plusieurs années. Comme nous avons déjà montré dans le chapitre 1, les OFA permettent aux entreprises d'atteindre rapidement une taille critique qui puisse leur permettre d'œuvrer près de la TME de l'industrie, afin de pouvoir bénéficier des économies d'échelle et de la réduction du coût moyen unitaire. Or, selon la dynamique du marché et de la concurrence dans cette industrie, il ressort clairement que la taille est un facteur important de réussite.

b) Opportunités de croissance par une diversification reliée

Les changements culturels, sociaux et réglementaires induits par le phénomène de mondialisation, ont favorisé la croissance des ventes des

« produits de biens de consommation » à travers le monde. Cependant, nous croyons que quelques niches (comme, par exemple, certains produits d'hygiène beauté pour hommes) sont encore inexploitées ou insuffisamment exploitées et offrent des perspectives intéressantes de croissance.

c) Opportunités d'améliorer le positionnement des marques nationales/internationales

On observe dernièrement dans ce secteur une tendance vers le développement des «mégamarques» dont les ventes dépassent un milliard de dollars de chiffre d'affaires ou qui disposent du potentiel pour atteindre cet objectif de ventes. Par exemple, Nestlé obtient plus de 70% de son chiffre d'affaires avec seulement six marques mais positionnées d'une façon unique par rapport à ces concurrents, alors que Unilever a réduit de 75% tiers son portefeuille de marques (Isabelle Mas, 2005).

Cette tendance des grandes entreprises multinationales de se doter d'un nombre réduit de «méga-marques» semble favoriser l'option des OFA contre celle de croissance interne. A ce sujet, il faut noter que la fusion entre P&G et Gillette procure au nouvel ensemble un portefeuille imposant, dont les premières 21 marques mondiales dépassant un milliard de dollars de vente, chaque. (Merger Proposal, Proxy 2005).

d) L'opportunité d'améliorer le pouvoir envers les distributeurs

Aujourd'hui les grands distributeurs tels que Wal-Mart, Sears Roebuck, Target, etc., imposent des conditions draconiennes aux producteurs de l'industrie. Les grands distributeurs exigent des prix très bas, des ristournes importantes, des formats spécifiques et standards, et de longs délais de paiement, autant d'éléments qui peuvent influencer négativement la marge sur les ventes et la rotation des actifs.

D'un autre côté, ces grands distributeurs ont commencé à développer leurs propres marques maison. Les consommateurs très sensibles aux prix, n'hésitent plus à opter pour des produits dits «sans nom» qui offrent un ratio «qualité/prix» intéressant. Ainsi, les marques privées créées par les grands détaillants, comme Wal-Mart, peuvent être, à notre avis, un défi sérieux pour les grands producteurs de produits de consommation.

Ces caractéristiques du secteur que nous avons identifiées plus haut sont des terrains fertiles pour des OFA horizontales dont l'objectif principal consiste, d'un côté, à élargir l'offre de produits et de services afin d'augmenter les ventes et, d'un autre côté, à améliorer les coûts (TME, Synergies, etc.), afin d'augmenter le profit net et par conséquent, la performance financière. C'est dans cette logique que la fusion entre P&G et Gillette a eu lieu.

4.2 Présentation des deux entreprises

Afin de mieux comprendre les enjeux de l'opération de fusion absorption entre Procter & Gamble (P&G) et Gillette, nous proposons de présenter brièvement l'histoire, l'évolution, les produits, les stratégies de marché, ainsi que les forces et les faiblesses de chacune des deux entreprises.

4.2.1 Procter & Gamble : gammes de produits et expérience en matière d'OFA ⁹

Procter & Gamble (P&G) a été fondée à Cincinnati, aux Etats-Unis, en 1837, par William Procter, fabricant de bougies, et James Gamble, savonnier. Dès le début du vingtième siècle, Procter & Gamble a augmenté son envergure géographique, en implantant des centres de production et de

⁹ Comme précisé en début du chapitre, les sources que nous avons utilisées sont les rapports annuels de l'entreprise, 2000-2005, et les formulaires K8 et K10. Pour l'opération proprement dite, le document officiel émis par ces deux compagnies, ainsi que celui émis par les organismes de réglementation, ont été utilisés.

distribution au Canada et en Europe, et en devenant ainsi une entreprise multinationale.

Produits et marques

A partir des années '40, Procter & Gamble a commencé à se diversifier et à élargir l'envergure de sa gamme de produits. En 1946, la firme a lancé le détergent « Tide », et en 1950 le shampoing de « Prell ». En 1955, Procter & Gamble a commencé à distribuer le premier dentifrice à base de fluorure, connu sous le nom de "Crest". Avec l'acquisition de « Charmin Paper Mills» en 1957, Procter & Gamble pénètre l'industrie de la production du papier hygiénique et d'autres produits en papier.

Outre le lancement des nouveaux détergents en 1960 (« Downy ») et 1972 (« Bounce »), l'entreprise a créé et a dominé le marché des couches jetables dès 1961 et ce, grâce à des investissements massifs dans un système de production et de distribution d'envergure (Allaire et Firsirotu, 2004).

En 2004, 13 marques de P&G's généraient un chiffre d'affaires de plus d'un milliard de dollars : Pampers, Tide, Ariel, Always, Pantene, Charmin, Bounty, Iams, Crest, Folgers, Pringles, Head & Shoulders, Febreze et Downy (rapport annuel, 2004).

En 2005, P&G compte près 110 000 employés à travers le monde. L'entreprise détient un actif de 61.52 milliards USD et réalise des revenus de l'ordre de 56.74 milliards USD répartis en cinq secteurs :

- Produit de beauté (33,8% des revenus) : produits de soins capillaires (shampooings, colorants et démêleurs ; marques Pantene, Head & Shoulders, Wella et Koleston), de soins du corps (savons, gels douche, déodorants, anti-transpirants, etc. ; Zest, Camay, Sure, Secret),

cosmétiques (soins du visage, maquillage ; Olay, Max Factor), de parfumerie (parfums Hugo Boss, Lacoste, Laura Biagiotti), de protection féminine (Always, Tampax, etc.), etc.

- Produits d'entretien (26,5% des revenus) : liquides de vaisselle, détergents, lessives, détachants, adoucissants, eaux de javel, etc. (Ariel, Dash, Tide, Mr Propre, Febreze, Bonux, Ace, etc.)
- Produits d'hygiène entretien (20,7% des revenus) : couches-culottes (Pampers), papiers toilettes (Charmin Ultra), essuies tout (Bounty), etc.
- Produits de santé (13,5% des revenus) : produits de soins bucco-dentaires (dentifrices, crèmes adhésives pour prothèses dentaires, Crest, Fixodent) et médicaments (Vicks, Actonel, Prilosec, etc.).
- Cafés et snacks (5,5% des revenus) : marques Folgers, Millstone et Pringles.
- En outre, le groupe vend des aliments nutritifs pour chiens et chats (Iams)

Expérience en matière d'OFA

P&G détient une longue expérience en matière d'OFA. Toute au long de son histoire, P&G a acquis plusieurs entreprises qui ont contribué à diversifier la gamme des produits offerts (le café Folger, les produits pharmaceutiques Norwich Eaton, les produits cosmétiques Max Factor, les produits de nourriture pour les animaux Iams et beaucoup d'autres).

Tableau 4.2 : Les acquisitions réalisées par Procter & Gamble entre 1985 et 2005

Les acquisitions de Procter & Gamble	
▪	Richardson-Vicks en 1985 ; P&G élargit son offre dans le secteur d'hygiène et de santé avec l'acquisition des Richardson-Vicks. Les marques les plus connues sont Wick (produits contre le rhume), Oil of Olaz(crème de visage), et Pantene, (marque de shampoing)
▪	Blendax , en 1987 ; par cette acquisition, P&G renforce sa position mondiale dans le secteur des soins dentaires, avec des marques renommées comme Blend-a-Med.
▪	Noxell en 1989 : P&G pénètre le marché des parfums et des produits cosmétiques. Les marques connues sont, entre autres, CoverGirl, Noxzema et Clarion.
▪	Old Spice , en juin 1990 : P&G acquiert les droits des marques pour les parfums et « After- Shave» de la ligne de soins de visage et de Déodorant- Old Spice de Shulton.
▪	Ellen Betrix et Max Factor , en 1991 : P&G acquiert les entreprises Ellen Betrix et Max Factor, en renforçant sa position dans le secteur de produits cosmétiques.
▪	VP Schickedanz , en 1994 : P&G entre le marché européen de papier avec l'achat de l'entreprise allemande VP Schickedanz avec sa marque de mouchoir TEMPO déjà très connue.
▪	Tambrands en 1997 : avec l'élargissement del'offre dans le secteur d'hygiène, P&G développe le segment des tampons.
▪	Iams , en 1999 : P&G entre dans le marché de la nourriture sèche pour chats et chiens.
▪	Clairol , en 2001 : P&G acquiert pour 4,95 milliards \$ US l'entreprise Clairol, spécialiste dans les produits du soins de cheveux qui fait partie du groupe Bristol-Myers Squibb CO.
▪	Wella , en 2003 : P&G acquiert Wella pour un prix d'environ 6,5 milliards de EUROS réalisant une participation à la hauteur de 81% du capital action de cette entreprise. En septembre 2005, P&G a augmenté sa participation à la hauteur de 95%.
▪	Gillette , 2005 : P&G acquiert l'entreprise Gillette pour une valeur totale d'environ 57 milliards \$ US .Cette OFA est l'objet de notre présente étude.

D'après : Le site corporatif de Procter & Gamble
http://www.pg.com/company/who_we_are/ourhistory.jhtml

Le tableau ci-dessus nous permet de conclure que :

- a) P&G a développé une expérience spécifique et «prudente» en termes de OFA, en commençant par des OFA d'une valeur d'environ 3-5% de sa capitalisation boursière (des petits joueurs) ; toutefois, Gillette représente un défi important, car la valeur de la transaction compte pour environ 30% de la capitalisation boursière de P&G au moment de la transaction (voir tableau 4.1).
- b) La majorité de ces acquisitions a été effectuée dans des secteurs fortement reliés au secteur dans lequel P & G a pris naissance et a développé ses compétences spécifiques.
- c) Les trois dernières OFA ont été gérées par le même PDG, A.G. Lafley, nommé à ce poste en 2000. Sous sa direction, P&G a fait l'acquisition de la marque Clairol de Bristol Myers Squibb (2001) et de l'entreprise Wella AG (2003), ce qui a renforcé la position de P&G dans le secteur des produits de bien-être personnel ; par rapport au secteur des produits de ménage, qui est en phase de maturité, le secteur des produits de beauté et bien-être personnel est encore en croissance dans plusieurs régions géographiques.

Performance financière

Le tableau 4.3 présente l'évolution des principaux indicateurs de performance opérationnelle et financière de P&G.

Tableau 4.3 P&G : indicateurs de performance

(Milliards de dollars)	2002	2003	2004	2005
Chiffre d'affaire	\$40,238.00	\$43,377.00	\$51,407.00	\$56,741.00
Marge Opérationnelle	\$6,678.00	\$7,853.00	\$9,827.00	\$10,927.00
Total Actifs	\$40,776.00	\$43,706.00	\$57,048.00	\$61,527.00
ROS	16.60%	18.10%	19.12%	19.26%
Actifs Moyens	\$40,010.00	\$42,241.00	\$50,377.00	\$59,287.50
ROA	10.88%	12.28%	12.86%	12.24%
Bnet	\$4,352.00	\$5,186.00	\$6,481.00	\$7,257.00
Capitaux Propres	\$13,706.00	\$16,186.00	\$17,278.00	\$17,477.00
ROE	31.75%	32.04%	37.51%	41.52%

D'après les rapports annuels de Procter & Gamble 2002, 2003, 2004, 2005.

Comme on peut observer, Procter & Gamble a connu une croissance importante de son chiffre d'affaire de l'ordre de 41% entre la 2002 et 2005. Les OFA conclues durant cette période (Wella, Iams, Clairol) ont grandement contribué à cette rapide croissance.

Ce qui est vraiment intéressant à signaler dans le cas de Procter & Gamble est que, cette croissance rapide en termes de chiffre d'affaires (grâce à trois OFA importantes), a été normalement accompagnée par une augmentation des actifs ; toutefois, le rendement des actifs économiques apparemment supposé à diminuer par la suite de ces acquisitions, du mois à court terme, a resté au même niveau et a même connu une petite amélioration.

Cette performance indique que Procter & Gamble est en parfaite maîtrise de sa croissance. En effet l'augmentation des actifs, conséquence immédiate des OFA, est absorbée par l'augmentation du chiffre d'affaire et du rendement des ventes. L'augmentation constante et importante des bénéfices (de l'ordre de 64% entre 2002 et 2005) confirme cette observation.

Au niveau du rendement des capitaux propres, Procter & Gamble affiche un retour sur capitaux propres de 41.52%, supérieur à la moyenne de l'industrie.

4.2.2 Gillette : gammes de produits et expérience en matière d'OFA

L'entreprise a été créée sous le nom de « The Gillette Safety Razor Co. » en 1901 par King Gillette, un vendeur de longue date et William Nickerson un mécanicien de Massachusetts Institute of Technology (MIT). Le but de cette association était le développement des rasoirs jetables.

Produits et marques

Depuis l'invention du premier rasoir, au début du dernier siècle, l'entreprise est devenue un leader du segment des produits de rasage et d'épilation, produits d'hygiène masculine, et produits d'hygiène bucco-dentaire.

En 1948, l'entreprise a fait l'acquisition de « Toni », une entreprise commercialisant des produits de soins personnels, et, deux ans plus tard, de « The Papermate Pen Company ». En se concentrant sur le marché des produits de soins personnels et en augmentant la variété de ses produits, l'entreprise adopte le nom « The Gillette Company ». Durant les années cinquante, l'entreprise continue à élargir sa gamme des produits, par exemple, avec l'introduction de la crème à raser de Foamy (1953) et du déodorant « Right Guard » (1960).

Après les années '70, Gillette a développé et innové des nouveaux produits comme le rasoir Trac-II (1971), les lames de rasoir jetable (Good News, 1976), le rasoir à tête pivotante (Atra, 1977), et le rasoir de triple lame (Mach 3, 1999) avec lequel l'entreprise détient encore une position dominante

sur le marché américain. Ainsi, la combinaison des efforts de la croissance interne et de la croissance externe, a largement contribué à augmenter l'envergure des produits offerts par Gillette.

Avant l'acquisition par Procter & Gamble, Gillette avait cinq unités stratégiques (Oral Care, Braun, Personal Care et Duracell,) et fabriquait des produits en 14 pays, produits qu'elle distribuait en plus de 200 pays.

Tableau 4.4 : Offre de produits de Gillette

Produits	Marques	Revenus (2002-2003) en Milliards USD
Rasoirs jetables	M3Power, Mach 3 Turbo , Mach 3 Sensor, SensorExcel, Sencor3, GoodNews, Gillette for women, Venus, Sensor for women, Sensor 3, Agility, Daisy, Venus Divine, Passion Pick Venus, etc.	3.87
Epilation et rasage	BRAUN rasoirs pour l'homme et SILK Appeal épilateur pour femme. Braun Activaton, SILK-Epil, Soft Perfection, Thermoscan, etc.	1.18
Batteries	Duracell Copper Top, Dureacell Ultra Alkaline, Duracell Prismatic, Duracell Primary Lithum, Zinc Air, Duracell Heanng Aid, etc	2.02
Soin et hygiène personnelle	Anti transpirants et déodorants (Right Guard, Soft + Dry, Dry Idea), produits pour le rasage (Gillette Series, Foamy, Satin Care), produits cosmétique pour la peau (Gillette ligne), etc.	0.86
Hygiène bucco-dentaire	Oral-B brosses à dents manuelles et électriques : ProfessionalCare 7000 Senes. Oral-B AdvancePower 400, power toothbrushes, Oral-B Humringbrid Flosser, etc.	1.33

Sources : Rapports annuels Gillette 2002, 2003

Avant l'opération de fusion avec Procter & Gamble, le chiffre d'affaire de Gillette s'élevait à 10.3 milliards dont 50% provenait

principalement des ventes de cinq marques : Gillette, Duracell, Mach 3, Oral B et Braun (Merger Proposal, Proxy 2005)

Expérience de Gillette en matière de OFA

Contrairement à P&G, dont la croissance des 20 dernières années semble reposer sur des OFA et sur la diversification reliée, Gillette a adopté une approche de croissance interne basée sur l'innovation et sur la concentration sur ses compétences essentielles : à part les piles Duracell, tous les autres produits de Gillette semblent harmonieusement intégrés dans un système cohérent d'actifs et compétences développées à l'interne (C. Dumitriu, 2006).

Tableau 4.5 Gillette : expérience en matières d'OFA

Expérience «offensive»	
1967	Gillette fait l'acquisition de l'entreprise Braun, qui lui permet d'ajouter une gamme de rasoirs électrique à sa gamme de rasoirs conventionnels.
1984	Gillette procède à l'acquisition de l'entreprise Oral B ce qui lui permet de diversifier sa gamme de produits et d'ajouter des produits d'hygiène buccale à sa gamme de produits d'hygiène personnelle.
1996	Gillette prend le contrôle de Duracell (opération de type fusion), le leader mondial dans le domaine des piles alcalines, ce qui représente une diversification non reliée, la seule du genre durant toute la longue histoire de Gillette.
Expérience défensive et /ou de négociation	
1986 - 1988	Gillette a fait l'objet de quatre tentatives d'acquisition hostiles, dont trois provenant de Revlon (Jean Watin-Augouard, 1998), mettant en valeur l'attractivité et le potentiel de l'entreprise.
1989	Warren Buffett de Berkshire Hathaway acquiert 11% des actions de Gillette.

Performance financière

Le tableau 4.6 présente l'évolution des principaux indicateurs de performance opérationnelle et financière de Gillette.

Tableau 4.6 : Indicateurs financiers de Gillette durant la période de 2001 à 2004.

	2001	2002	2003	2004
Chiffre d'affaires	\$8,084.00	\$8,453.00	\$9,252.00	\$10,477.00
Marge Opérationnelle	\$1,498.00	\$1,809.00	\$2,003.00	\$2,465.00
Total Actifs	\$9,961.00	\$9,883.00	\$10,041.00	\$10,731.00
ROS	18.53%	21.40%	21.65%	23.53%
Actifs Moyens	\$10,087.00	\$9,922.00	\$9,962.00	\$10,386.00
ROA	9.02%	12.26%	13.90%	16.28%
Bnet (Net Earning)	\$910.00	\$1,216.00	\$1,385.00	\$1,691.00
Capitaux Propres	\$2,137.00	\$2,260.00	\$2,224.00	N.D
ROE	42.58%	53.81%	62.28%	N.D
DEPS	\$0.86	\$1.15	\$1.25	\$1.68

D'après les rapports annuels de Gillette 2001, 2002, 2003, 2004

Gillette est le leader mondial sur le segment des rasoirs pour hommes et pour femmes et un joueur très important dans le secteur des produits de beauté pour hommes, mais Gillette reste une « petite » entreprise dans l'industrie des biens de consommation (si on l'a compare à Procter & Gamble ou Unilever) ; 50% du chiffre d'affaire de Gillette provient de cinq grandes marques, mais cela n'a pas empêché Gillette d'enregistrer une augmentation du chiffre d'affaire de l'ordre de 30%.

Cette augmentation n'est pas le fruit d'OFA mais le fruit d'une croissance interne (notamment grâce à l'accélération de la mise en marché de nouveaux rasoirs, Gillette Turbo Sensor, Gillette Mach, etc.).

Grâce à une meilleure maîtrise des ses actifs (qui ont augmenté de seulement 8%), Gillette a connu une augmentation de son bénéfice économique de l'ordre de 65% entre 2001 et 2004. Cette observation confirme la variation positive enregistrée pour le rendement des actifs (ROA).

Concernant le rendement des capitaux propres, il est très important de signaler que Gillette, une entreprise « mono produit », enregistre des valeurs ROE très élevées (de l'ordre de 42,58%, 53.81% et 62.28%).

Ces indicateurs de performance très intéressants font de Gillette une cible idéale pour une grande entreprise oeuvrant dans le marché des biens de consommation, qui cherche à élargir le portefeuille de ses marques en ajoutant une gamme de produits bien établis.

4.3 La cartographie des risques de la fusion entre P&G et Gillette

Dans ce paragraphe nous nous proposons d'utiliser la cartographie de risques que nous avons proposée dans le chapitre 3, afin de :

- a) comprendre les tenants et les aboutissants de la fusion entre P&G et Gillette ;
- b) identifier les risques les plus importants de cette opération ;
- c) identifier, éventuellement, d'autres risques particuliers de cette opération et qui n'ont pas été prévus dans notre cartographie de risques, et qui pourraient nous permettre de la compléter ou de l'améliorer.

Pour ce faire, nous nous sommes servis des documents suivants :

- a) *Merger Proposal, Proxy 2005* » le document présentant la fusion entre Procter & Gamble et Gillette à l'attention de leurs actionnaires respectifs (180 pages);
- b) *Regulation (Ec) No 139/2004; Merger Procedure Case No Comp/M.3732 -Procter & Gamble /Gillette, 15/07/2005 : la*

décision de la Commission Européenne qui a étudié l'opération (46 pages) ;

- c) Les rapports annuels de P&G et Gillette pour la période 2000-2006 ;*
- d) Les communiqués de presse de P&G (2005) ;*
- e) Autres sources, qui seront identifiées d'une façon distincte dans le texte.*

4.3.1 Brève présentation de l'opération

L'opération de fusion entre P&G et Gillette a déjà été envisagée dès 1999; à cette époque P&G voulait intégrer les produits pour hommes (surtout la gamme de rasage de Gillette), à sa gamme de produits, toutefois l'opération ne s'est pas concrétisée.

En 2004, J.M Kilts, PDG de Gillette a jugé que le moment est plus propice à un rapprochement avec P&G. Les négociations en vue d'une fusion entre les deux entreprises sont entamées en début du novembre 2004.

Le 28 janvier 2005, P&G a annoncé son offre de rapprochement Gillette. La transaction telle que formulée dans le communiqué officiel émis par la direction de Procter & Gamble était du type fusion absorption. Comme l'opération d'échange d'actions était évaluée à environ 57 milliards USD, il s'agit de la plus grande acquisition de toute l'histoire de P&G et de toutes les acquisitions effectuées dans l'année 2005.

Le prix annoncé a fait l'objet de diverses discussions parmi des commentateurs et analystes. En se basant sur les estimations du bénéfice de Gillette pour l'année 2005, les journaux comme le « Walt Street Journal »,

«The Boston Globe », « Les Echos », « The Enquirer » etc., argumentait que la transaction aurait payé trop cher¹⁰.

Les termes de l'accord, approuvés à l'unanimité par les conseils d'administration des deux entreprises (les «boards»), le 27 janvier 2005, stipulent que P&G offrira 0,975 actions P&G pour chaque action de Gillette, soit une prime de 18% par rapport au cours de bourse de Gillette au 27 janvier. La transaction fut soumise à certaines conditions relatives à l'approbation des actionnaires de Gillette et celle des autorités de la concurrence.

Outre que l'annonce de fusion avec Gillette, P&G a mis en place un programme de rachat d'actions dans lequel elle s'engage à racheter une partie de ses actions pour 18 à 22 milliards USD pendant les 12 à 18 mois de la date d'annonce de l'OFA. Il est aussi important de noter que P&G a financé le programme de rachat d'actions (évalué à 40% du montant total de l'OFA) avec des emprunts bancaires.

¹⁰ Tous les articles que nous avons consultés et qui couvrent cette opération sont mentionnés dans notre bibliographie, rubrique «Articles de presse en ligne»

Tableau 4.7 : Les principaux événements médiatiques concernant la fusion

Date	Evénements
27 Janvier 2005	Annonce de l'opération de fusion entre P&G et Gillette
28 Janvier 2005	Ouverture du marché et réaction des principaux actionnaires
1 Juillet 2005	L'Union Européenne retarde sa prise de décision pour approbation
12 Juillet 2005	Les actionnaires de Gillette et les actionnaires P&G approuvent la transaction
15 Juillet 2005	L'Union Européenne donne son accord pour l'opération
1 Octobre 2005	Les autorités américaines de la concurrence approuvent l'opération de fusion
27 Janvier 2006	La nouvelle entité (P&G et Gillette) annonce un bénéfice par action (BPA) supérieur aux attentes du marché (0.72 par action alors que le marché attendait 0.69 par action)

Source : P&G, divers communiqués de presse

4.3.2 Risques relatifs à la phase stratégique

Comme nous avons montré dans le chapitre 3, le principal risque relié à cette étape est le manque d'une vision stratégique claire, qui puisse permettre aux gestionnaires des deux entreprises de trouver les réponses aux questions suivantes :

- f) Quels sont nos objectifs ?
- g) Quel est l'effort nécessaire (en terme de ressources- humaines, financières, etc.) pour atteindre ces objectifs ?

- h) Quels sont les moyens à notre disposition, leurs avantages et leurs risques stratégiques (croissance interne versus croissance interne versus croissance hybride) ?
- i) Quelles sont les cibles potentielles (une analyse préliminaire)?
- j) Quels sont les résultats attendus ?

4.3.2.1 Absence de vision stratégique claire

En effet, le premier rapprochement entre Gillette et P&G a eu lieu en 1999, suivi par d'autres tentatives, entre 2002 et 2004, lorsque Gillette a rapproché ou a été rapproché par d'autres concurrents. Toutefois, il semble que ces initiatives ont toutes échoué pour deux raisons (C. Dumitriu, *Gestion internationale*, à paraître, PUQ, 2007-2008)¹¹:

- a) aucune des deux entreprises ne s'est donnée le temps nécessaire pour bien clarifier les aspects mentionnés plus haut. Comme on va le montrer en ce qui suit, en 1999 P&G n'était pas encore confrontée à la stagnation des ventes (qui a débuté en 2000) ; toutefois, le marché américain et celui européen se trouvaient déjà en phase de maturité, et la nouvelle dynamique de ce marché (forte segmentation, segments émergents en forte croissance, etc.) aurait du être prévisible. D'un autre côté, en 1999 Gillette venait justement d'entamer un processus de restructuration et les dirigeants étaient très confiants quant à son avenir ; toutefois, la tendance de concentration de ce marché était évidente et Gillette restait un petit joueur dans un marché où la taille était importante. Ces aspects semblent avoir été ignorés par les deux entreprises, qui, fortes de leurs positions respectives, ont fermé les négociations entamées en 1999.
- b) Durant cette période, les discussions ont été brèves et ont échoué soit à cause du prix, qui a été négocié (d'une façon générique) bien avant que la phase de due diligence débute, soit à cause du manque de

¹¹ Les informations ci-dessous sont citées avec l'accord de l'auteur

Chapitre VI : Etude de cas
Fusion entre Procter & Gamble et Gillette (2005)

coopération de la part de la cible. Le tableau 4.8 montre un enchaînement de causes qui ont contribué à l'interruption des négociations au sein même de la dernière tentative de rapprochement entre P&G et Gillette, en 2004.

Tableau 4.8 P&G et Gillette : négociations abandonnées plusieurs fois de suite

5 novembre 2004	Nouvelle tentative de rapprochement : le CEO de Gillette contacte le CEO de P&G en lui proposant une fusion des deux compagnies; un prix entre 50 et 60 dollars par action est «demandé».
12 novembre 2004	Les dirigeants des deux compagnies se rencontrent pour discuter
15 novembre 2004	Le «Compensation & Leadership Development Committee» de P&G est annoncé
16 novembre 2004	Un agreement préliminaire est signé; Merrill Lynch, la firme de conseil financier de P&G est engagée pour s'occuper du processus de due diligence (plusieurs autres consultants et experts sont retenus par la suite et impliqués dans le processus de due diligence -voir tableau 4.12)
17 novembre 2004	Début du processus de due diligence. Gillette annonce qu'il va limiter l'accès de l'équipe de due diligence à ses employés et technologies
17 novembre 2004 - 4 décembre 2004	Plusieurs négociations, durant lesquelles P&G change plusieurs fois d'avis concernant le prix et le mode de financement; par exemple : <ul style="list-style-type: none"> a. une offre de 50\$ par action, financement par liquidités b. une offre de 0,915 actions P&G per action Gillette (financement par échange d'actions, sans rachat ultérieur d'actions par P&G)- ce qui aurait entraîné une offre d'une valeur légèrement supérieure à 50\$ par action Gillette

	Toutes ces offres furent refusées par Gillette.
4 décembre 2004	Les négociations sont rompues et Gillette demande qu'on lui renvoie tous les documents confidentiels qui se trouvent dans la possession de l'équipe de due diligence.

Source : Camélia Dumitriu, Geston internationale, 2007-2008 (à paraître en PUQ)

Ce cas concret montre qu'une préparation stratégique insuffisante et hâtive et un manque de vision claire peuvent mener à l'abandon des négociations.

En ce qui suit, nous allons essayer d'identifier les motivations stratégiques de cette opération envisagée depuis 1999, mais finalisée en 2005.

Motivations stratégiques et vision stratégique de l'opération

Entre 1999 et 2004, plusieurs rapprochements ont eu lieu entre Gillette et P&G. Toutefois, aucune de ces initiatives ne s'est concrétisée, faute d'un manque de vision stratégique claire (des deux côtés). Ainsi, P&G a fait preuve de myopie stratégique, en ignorant les changements à venir dans son marché (saturation et autres), alors que Gillette a fait preuve d'un optimisme exagéré concernant la capacité de ses dirigeants à bien mener le processus de restructuration entamé, dans un bref délai.

De plus, selon les informations fournies aux actionnaires par P&G (2005), on déduit que la majorité de ces rapprochements a eu lieu par téléphone seulement, et les discussions ont porté surtout sur un prix à négocier (50 et 60 UDS par titre de Gillette). Aussi, tout au long de ces années, Gillette aurait approché d'autres compétiteurs, dans le but d'un rapprochement, et plusieurs visions de ces rapprochements possibles auraient été envisagées («mergers as equals», Gillette en position d'acquéreur ; achats d'actifs, etc.).

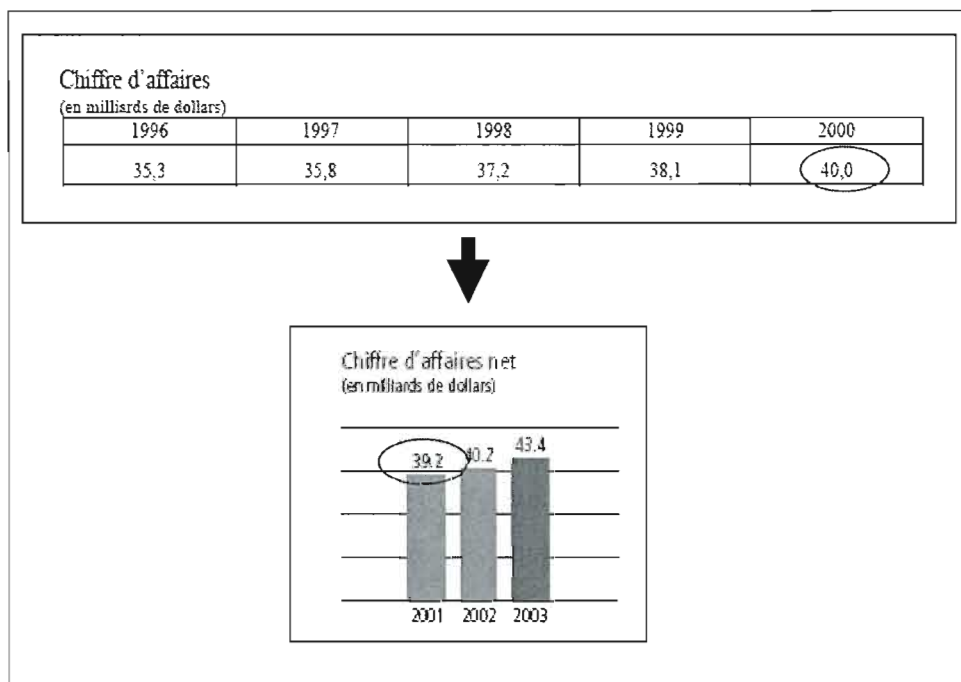
Au bout de 5 ans, lorsque les deux compagnies ont bien analysé leurs opportunités et leurs risques dans le nouveau contexte de leur industrie, elles ont décidé de réitérer leur initiative et de trouver un accord favorable.

Cette fois, tous les aspects ont été pris en considération et **une vision stratégique** claire fut élaborée, basée sur les trois motivations stratégiques suivantes :

a) Stagnation du chiffre d'affaires

Entre 1999 et 2002, P&G a été confrontée constamment avec la stagnation de son chiffre d'affaires et ce, en dépit des acquisitions faites dans cette période (figure 4.2).

Figure 4.2 : Stagnation du chiffre d'affaires de Procter & Gamble entre 1996 - 2001



D'après les rapports annuels de Procter & Gamble (2000, 2001, 2002)

Comme on a montré, P&G était déjà confrontée en début de l'année 2000 avec une relative stagnation de son chiffre d'affaires et du ROS qui

s'explique par l'intensité de la rivalité. Même si l'envergure de Procter & Gamble et les OFA qu'elle a effectuées par la suite ont augmenté sensiblement le pouvoir de négociation de l'entreprise vis-à-vis de ses fournisseurs et ont amélioré l'efficacité de son système de production et de distribution, ces actions n'étaient qu'un panacée à court terme car plusieurs des marchés (géographiques et de produits) dans lesquels Procter & Gamble œuvre, sont déjà en phase finale de maturité (début de saturation).

Dans tout marché ou segment en phase de saturation, les ventes totales du marché/du segment n'augmentent plus, et, par conséquent, la seule façon pour une entreprise d'augmenter ses ventes est celle de tirer «un surplus de ventes» des clients de ses compétiteurs. Si on pousse plus loin l'analyse, l'entreprise aurait deux choix (C.Dumitriu, 2006) : soit d'inciter à la substitution, ce que, dans un marché saturé est quasiment très difficile, sinon impossible, soit de «se procurer» un surplus de clients en rachetant un compétiteur, et donc, y compris sa clientèle.

Ceci semble être le cas, puisque Procter & Gamble était un leader surtout sur le segment des détergents, dont la croissance CAGR (taux de croissance moyen sur 5 ans) a été d'environ 1.5% entre 2000 et 2005, alors que Gillette était le leader sur le segment de produits de toilette pour hommes, dont la croissance CAGR a été d'environ 6% sur la même période (les valeurs CAGR sont calculées par Accenture, 2006).

On peut comprendre donc quelles sont les motivations de P&G d'acquérir Gillette relatives aux perspectives de croissance de ses marchés.

b) Part de marché limitée, sur certains segments

Un autre objectif consiste en la croissance de la part de marché dans plusieurs régions géographiques où P&G avait, avant la fusion, une présence non significative. Par exemple, en Europe, P&G avait un part de marché

d'environ 5% sur le segment des produits de rasage, contre 35-45% de part de marché de Gillette sur le même segment.

Tableau 4.9 : Comparaison des parts de marché pour le segment des produits de rasage en Europe

Compétition en Europe	P&G <i>Noxzema</i>	Gillette <i>Gillette</i>	Unilever	Colgate
Produits de rasage	[0-5]%	[35-45]%	[5-15]%	[5-15]%
Grèce	[15-25]	[15-25]%	[0-10]%	[0-10]%
Autriche	[0-5]%	[45-55]%	[0-10]%	[5-15]%

Source : C Dumitriu, 2006, qui cite comme source «Office for official publications of the European Communities»

c) Un processus de restructuration coûteux

En tant que compétiteur « mono produit » sur le marché des biens de consommation, Gillette devait tenter d'atteindre une structure de coûts optimale afin d'être toujours compétitive ou diversifier et augmenter l'envergure de sa gamme de produits en accélèrent le rythme des innovations et de mise en marché de nouveaux produits. En 2001, James Kilt (nouvellement nommé au poste de PDG de Gillette) décide d'optimiser la configuration des coûts en délocalisant la production dans les pays au faible coût de main d'oeuvre (Europe de l'est). Cette décision a été accompagnée par la mise à pied de 5500 employés.

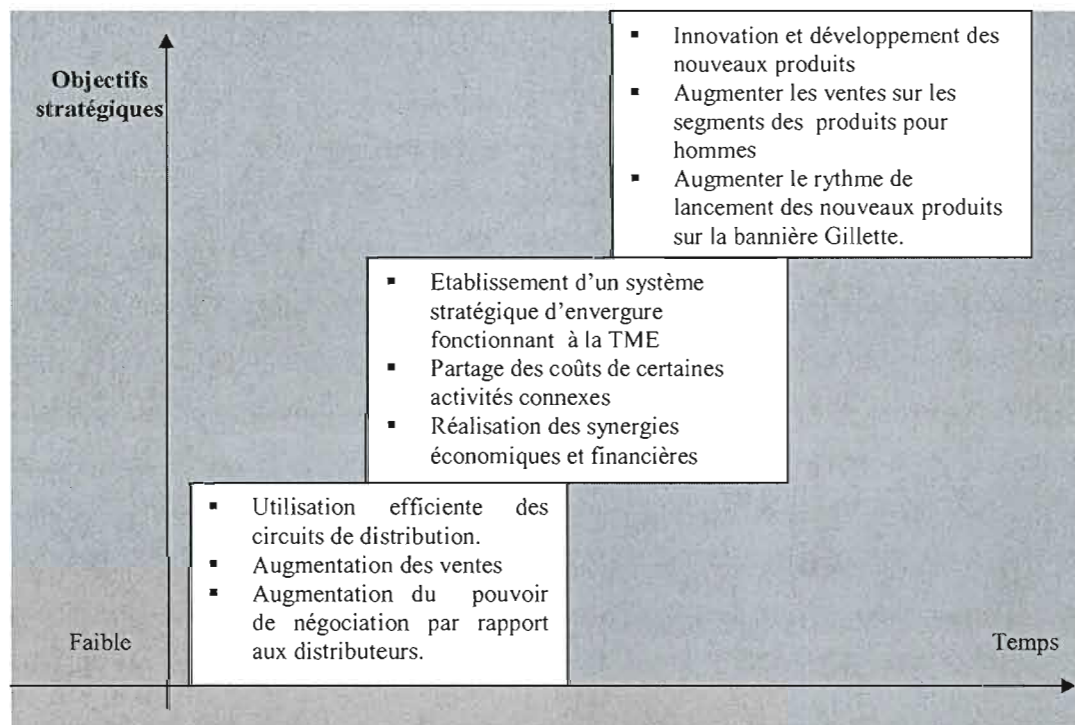
Après cette phase de restructuration, Gillette s'est trouvé devant un double défi. D'un côté, la concurrence était très féroce dans les secteurs où elle dominait largement, et de l'autre, les distributeurs devenaient de plus en

plus exigeants et imposaient des conditions en leur faveur. Pour faire face à cette nouvelle réalité, Gillette devait investir des sommes importantes en recherche et développement et en marketing afin de se différencier par rapport à ses nouveaux concurrents, et de composer avec le pouvoir de négociation des grands distributeurs.

Dans une industrie qui tend vers la concentration, Gillette est devenu ainsi une cible très intéressante pour les grands joueurs cherchant à entrer dans des nouveaux segments rentables.

La figure 4.3 donne un aperçu de la vision stratégique de l'OFA qui s'appuie sur les objectifs stratégiques mentionnés et qui explique les synergies escomptées par P&G.

Figure 4.3 P&G et Gillette: vision stratégique



D'après : Besbes S (2006)

4.3.2.2 P&G et Gillette : risque de surévaluation des synergies escomptées

Le plan de réalisation des synergies tel que décrit dans le rapport annuel de Procter & Gamble en 2005 fixe des objectifs à court, moyen et long terme :

- Sur un court terme, les effets de synergies seront concrétisés par l'utilisation efficiente des deux circuits de distribution. Comme nous l'avons déjà évoqué dans notre analyse de la phase stratégique, les réseaux de distribution de Procter & Gamble et Gillette se complètent très bien. A court terme l'acquéreur cherche à réaliser rapidement les synergies de croissance en combinant les deux réseaux de distribution. Les synergies seront réalisées grâce à une augmentation de volume des ventes, la diminution des coûts relatifs à la sur utilisation des circuits de distribution (la suppression de 6000 emplois dans les activités de vente confirme cette affirmation). Lors de l'annonce de la fusion, Procter & Gamble a projeté une augmentation du volume des ventes de l'ordre de 20 %. Procter&Gamble/Gillette augmentera sa part de marché dans les marchés où Gillette avait des difficultés (comme la Chine et l'Inde) et consolidera son pouvoir de négociation par rapport aux distributeurs.

- A moyen terme, et grâce à une intégration complète entre les deux organisations, Procter & Gamble cherche à améliorer sa configuration des coûts par la concrétisation des synergies économiques. Lors de l'annonce de la fusion, Procter & Gamble a anticipé une augmentation des marges opérationnelles de 25 % en 2005 (par rapport à 19.1% en 2003), ces marges seront réalisées en créant un système stratégique d'envergure qui opère à son TME (taille minimale efficace).

- A plus long terme, Procter & Gamble table sur l'innovation et le développement de la marque « Gillette » afin de développer des nouveaux

produits. La bannière « Gillette » sera alors le fer de lance de l'acquéreur pour garder et améliorer sa position de leader sur le secteur des produits de beauté et d'hygiène pour hommes (tableau 4.10).

Tableau 4.10: Sources et type des synergies annoncées

Types de synergie	Bénéfices recherchés	Projections et résultats attendus
Synergies économiques ou opérationnelles	<ul style="list-style-type: none"> ▪ mettre en place un système stratégique efficient et difficile à concurrencer (atteindre une TME optimale) ▪ augmenter rapidement le niveau des bénéfices opérationnels ▪ accroître le pouvoir de négociation face aux grands circuits de distribution. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 11 milliards d'économies d'échelle et d'envergure (sur utilisation et partage des actifs reliés aux activités de production, logistique, dépenses publicitaires, marketing) ▪ Suppressions de 4% de l'effectif total combiné (ce qui représente 6.000 postes) dans les activités de coordination et d'administration, etc., (élimination des doublons) ▪ La marge opérationnelle pourrait atteindre « entre 24 % et 25 % en 2010 », contre 19 % pour Procter & Gamble sans l'acquisition de Gillette.
Synergies de croissance	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Augmenter rapidement le niveau de croissance des ventes ▪ Renforcer la part de marché des produits Procter & Gamble dans les marchés émergents ▪ Faciliter la pénétration des produits Gillette sur les marchés émergents. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ 4 milliards à 5 milliards de volume de vente additionnelle résultant directement de l'opération. ▪ 1% par an de part de marché gagné par le nouvel ensemble dans les marchés en émergence tels que la Chine, l'Inde, le Mexique, l'Europe de l'Est, etc. ▪ Croissance du chiffre d'affaires entre 5% et 7% à court terme avec l'ambition d'atteindre une croissance globale de l'ordre de 10% et plus.
Synergies financières	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Augmenter le cash-flow libre et disponible ▪ Augmenter la capacité d'endettement (à long et à moyen terme) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ L'OFA permet à l'acquéreur de bénéficier rapidement de 1,39 milliards \$US provenant des cash-flow de Gillette. ▪ Morgan Stanley, estime que les flux de trésorerie libre du nouvel ensemble cumuleraient 31 milliards entre 2005 et 2007

D'après « Merger Proposal, Proxy 2005 ».

L'étude des synergies projetées semble complète et effectué avec beaucoup de prudence, ce qui confirme l'utilité stratégique de l'OFA et donne l'impression d'une bonne maîtrise du risque relié aux synergies anticipées.

4.3.2.3 P&G : risque de s'éloigner de son métier de base

L'OFA entre P&G et Gillette ne présente pas ce risque, car :

- comme on a montré dans le paragraphe 4.2, les deux entreprises ont un profil similaire (oeuvrent dans un même secteur) ;
- P&G a une excellente expérience en matière de fusions et acquisitions (tableau 4.2).

4.3.2.4 P&G : Risque de sélection inadéquate de la cible

Le risque de choisir une certaine cible et de se focaliser sur cette cible avant même la phase de due diligence de l'opération, est relié en fait aux coûts d'opportunités de l'acquéreur, qui, au lieu d'évaluer tout un portefeuille d'opportunités qui s'offre à lui, il alloue temps et ressources pour s'informer sur une cible potentielle qui n'est pas toujours la meilleure à considérer. Dans ce cas particulier, ce risque n'existe pas, car P&G connaissait assez bien Gillette, suite aux autres rapprochements préliminaires à cette OFA.

De plus, Gillette n'était pas un compétiteur marginal, mais un vrai leader de son segment, et les avantages de l'acquérir ou de fusionner avec lui étaient facilement à identifier, sans avoir à consommer ex ante (avant la phase de due diligence) beaucoup de temps et de ressources.

En fait, il y a plusieurs arguments qui montrent que le choix de la cible (en fait, dans ce cas précis, il semble que la cible ait choisi l'acquéreur) fut adéquat :

a) Innovation et performance : Gillette est plus active en matière d'innovation et ses indicateurs de performance sont supérieurs à ceux affichés par P&G (tableau 4.11)

Tableau 4.11 Une comparaison Gillette- P&G

	Marques et innovation	Performance		
		ROS	ROA	ROE (Profit net/capitaux propres)
P&G	Perte de capacité d'innovation depuis 1999 (année à laquelle l'entreprise a entamé aussi, tout comme Gillette, un processus de restructuration, visant à améliorer sa capacité d'innovation)	2002: 16.6% 2003:18.10 % 2004: 19.12%	2002:10.88% 2003:12.28% 2004:12.86%	2002:31.75% 2003:32.04% 2004: 37.51%
Gillette	50% du chiffre d'affaire de Gillette provient de cinq grandes marques; augmentation du chiffre d'affaire de l'ordre de 30% durant la période qui précède la fusion. Cette augmentation n'est pas le fruit d'OFA mais le fruit d'une croissance interne (notamment grâce à l'accélération de la mise en marché de nouveaux rasoirs, Gillette Turbo Sensor, Gillette Mach, etc.).	2002: 21.40 2003: 21.65% 2004: 23.53%	2002:12.26 % 2003:13.90% 2004: 16.28%	2002 : 53.81% 2003 : 62.25% 2004 :NA

Source : nos calculs, basés sur les états des résultats présentés dans les rapports annuels des entreprises

b) Similarité et complémentarité des marchés et segment desservis :

Les deux entreprises possédaient certaines compétences similaires et certaines compétences complémentaires sur le secteur de l'hygiène personnelle et celui des soins de beauté. P&G était considéré comme le leader des produits d'hygiène féminine, des produits de soin de beauté. De son côté Gillette possède des compétences pointues dans le secteur de l'hygiène personnelle masculine et des produits de soins de beauté pour hommes et plus précisément dans le secteur des rasoirs pour hommes.

Les deux entreprises partagent également des plateformes technologiques complémentaires sur les soins de la peau et surtout sur l'hygiène bucco-dentaire avec les marques Crest® et Oral-B®. Pour P&G, l'ajout d'une gamme de produits d'hygiène personnelle et de soins de beauté pour hommes est une tentative de pénétrer rapidement de nouveau secteur et des segments de marché à forte rentabilité.

c) *Compétences motrices similaires* : Le fait que les activités des deux entreprises soient très proches et qu'elles possèdent des compétences motrices similaires accélère l'accomplissement des synergies. Les deux entreprises partageront les coûts des activités de publicité, de promotion, de marketing, de recherche et développement et de distribution.

Ces coûts importants, mais essentiels, dans ce type d'industrie, seront mieux amortis sur une plus large gamme de produits permettant au nouvel ensemble d'être plus compétitif. Les ressources affectées pour les activités de recherche et développement (2 milliards USD prévus dans le document de l'OFA) et pour les recherches marketing (6.5 milliards USD prévus dans le document de l'OFA) seront autant de barrières à l'entrée pour des nouveaux concurrents.

d) *Complémentarité géographique* : Procter & Gamble tire 20% de ses ventes des marchés émergents (rapport annuel de 2004), alors qu'en Europe occidentale Gillette a un excellent positionnement sur son segment respectif (produits de rasages pour hommes). La nouvelle entité pourra bénéficier des circuits de distribution et de la force de vente de Procter & Gamble afin d'améliorer ses parts de marchés dans toutes ces régions. P&G pourra utiliser son expertise en marketing et commercialisation pour accélérer la pénétration des marques Gillette dans les pays en forte croissance comme la Chine, la Russie, le Mexique, la Turquie, etc., autant de marchés où la part de marché de Gillette était faible (CEE, document de l'accord sur la fusion, 2005).

4.3.2.5 P&G et Gillette : risque relié au choix des experts

Dans ce paragraphe nous allons analyser les sources de ce risque, en essayant de conclure dans quelle mesure ce risque a-il était présent lors de cette opération.

- *mandat trop large accordé aux experts et implication réduite de la part de la haute direction* : à la base de l'analyse du document de la fusion, nous avons pu constater que P&G a accordé un mandat assez large aux experts et que les personnes les plus impliquées de la haute direction de P&G furent le PGD, le vice président en finances, et le président de la «Compensation & Leadership Development Committee» (le Board de P&G).
- *contrat ambigu ou relations «d'amitié» avec les experts* : il est difficile de se prononcer au sujet de ce risque, en raison des informations confidentielles qui entourent cet aspect. A la base des informations fournies aux actionnaires, on a pu constater qu'à part les firmes de conseil impliquées dans cette transaction, deux experts ont eu un important rôle à jouer : Andrew Shore, un ex-analyste de la Deutsche Bank, et Rajat Gupta, l'ex-dirigeant de McKinsey & Company. Le tableau 4.12 montre le mandat de chaque partenaire externe.

Tableau 4.12 Le risque relié au choix des experts

Date du contrat	Les partenaires externes	Leurs mandats
16 novembre 2004 (matin)	Merrill Lynch, la firme de conseil financier de P&G	Son rôle : «d'assister P&G dans cette éventuelle transaction». Merrill Lynch avait assisté P&G dans d'autres OFA que l'entreprise avait fait après 2000, en plus d'être la firme de conseil financier de P&G depuis plusieurs années.
16 novembre 2004 (après midi)	Cadwalader, Wickersham & Taft LLP (firme d'avocats)	Son rôle: «d'assister P&G au sujet des aspects légaux reliés à cette éventuelle transaction»- entre autres, de rédiger le premier draft de l'agreement, et ensuite tous les documents légaux qui auraient été nécessaires.
16 novembre 2004 (après midi)	Jones Day (firme d'avocats)	Son rôle: «d'assister P&G dans ses relations avec les organismes de réglementation»
18 novembre 2004	McKinsey & Company	Son rôle : de mener le processus de due diligence et d'identifier les sources de synergies
30 novembre 2004	Nurm of Covington & Burling	Mandat non précisé clairement (conseil et autres)
19 janvier 2005	Mr. Andrew Shore un ex-analyste de la Deutsche Bank	Consultant- ses attributions ne ressortent pas clairement des documents sources que nous avons consultés

D'après « Merger Proposal, Proxy 2005 ».

Le choix de ces partenaires, leurs compétences complémentaires et leur renommée, leur mandat claire (sauf une exception), constituent de bons arguments à l'appui du fait que le risque de sous estimer certains aspects, ainsi que le risque de discontinuité dans l'analyse (voir chapitre 3, tableau 3.8) soient bien maîtrisés.

Synthèse des risques

Le tableau 4.13 représente la cartographie des risques possibles de la fusion entre P&G et Gillette, propres à la phase stratégique.

Tableau 4.13 La cartographie des risques de la fusion entre P&G et Gillette, propres à la phase stratégique.

Risque potentiel	Potentiellement fort	Faible ou nul
Motivations stratégiques et vision stratégique de l'opération : Absence de vision stratégique claire	Au début, très fort (1999; 2002);	lors de la dernière tentative (2004-2005), risque faible, car : <ul style="list-style-type: none"> - entre temps P&G a augmenté son expérience en matière de OFA - Gillette a terminé son processus de restructuration - P&G a eu l'occasion de bien comprendre la nouvelle dynamique de l'industrie et a bien évalué les défis reliés à cette opération (C. Dumitriu, 2006)
Risque de s'éloigner de son métier de base		L'OFA entre P&G et Gillette ne présente pas ce risque, car : <ul style="list-style-type: none"> - comme on a montré dans le paragraphe 4.2, les deux entreprises ont un profil similaire (oeuvrent dans un même secteur) ; - P&A a une excellente expérience en matière de fusions et acquisitions (tableau 4.2).
Risque de surévaluation des synergies escomptées		Ceci est un risque qui ne pourrait jamais être contrôlé à 100% ; toutefois, le plan proposé par McKinsey ne présente pas de failles (du moins, apparemment) : une estimation prudente et un échéancier bien pensé représentent de bons arguments pour le diagnostic favorable quant au potentiel réduit de ce risque dans le cas de cette opération.
Risque de sélection inadéquate de la cible		Nul, dans ce cas particulier
Risque relié au choix des experts		Le choix de ces partenaires, leurs compétences complémentaires et leur renommée, leur mandat clair (sauf une exception), constituent de bons arguments à l'appui du fait que le risque de sous estimer certains aspects, ainsi que le risque de discontinuité dans l'analyse (voir chapitre 3, tableau 3.8) soient bien maîtrisés.
Choix relié à la rémunération des experts	Risque de conflit d'intérêt, car plusieurs experts ont été rémunérés par une somme fixe, à laquelle s'ajoutait une somme variable, si la transaction était conclue.	

A la base de ce cas concret de OFA, nous avons constaté que, dans le cadre de notre cartographie des risques, nous avons sous-estimé le risque légal et réglementaire, en le présentant comme un risque dérivé, alors que la direction de P&G, par son choix des équipes d'experts, semble très préoccupée par ce risque, qu'elle perçoit comme un «in-front risk» et non pas comme un risque secondaire, induit par les autres risques assumés.

4.3.3 Risques reliés à la phase tactique

4.3.3.1 Le risque relié au processus de «Due Diligence» (tableau 4.14)

Tableau 4.14 Calendrier de la «Due diligence»

17 novembre 2004	Début du processus de due diligence. Gillette annonce qu'il va limiter l'accès de l'équipe de due diligence à ses employés et technologies.
18 novembre	Une première rencontre entre le management de P&G et celui de Gillette ayant comme but d'établir un échéancier et les grands lignes du processus de due diligence. Gillette a remis les documents demandés par P&G pour que les experts de ces derniers puissent commencer le processus de due diligence.
22 novembre	Une deuxième rencontre, entre, d'une part, le management de P&G et ses experts financiers et légaux et de l'autre, Gillette, et ses experts : objectif : discuter les aspects reliés au cadre légal et à la propriété intellectuelle
23 novembre	Une troisième rencontre, entre, d'une part, le management de P&G et ses experts en stratégie (MCKinsey) et de l'autre, Gillette, et ses experts; objectif : discuter les aspects reliés au plan stratégique de Gillette quant à ses marques phares (produits de rasage et piles Duracell).
26 novembre	Une quatrième rencontre, entre le management de P&G et celui de Gillette, afin de conclure sur les résultats préliminaires de l'étape de due diligence.
30 novembre	Cadwalader, Wickersham & Taft LLP (la firme de conseil légal) propose un premier <i>draft</i> de l'agreement; les experts et le management préparent leurs conclusions résultant du processus de due diligence (flux financiers prévus, synergies anticipées, autres aspects financiers et stratégiques).
1 décembre	Le conseil d'administration de P&G se réunit et prend connaissance de tous les détails et décide d'un prix. Le management propose d'offrir un prix de 55 dollars par action, alors que le board décide de proposer un prix équivalent à 50 dollars (soit 0.915 actions P&G contre 1 action de Gillette)
4 décembre 2004	Gillette refuse l'offre, en raison de l'écart par rapport à ses attentes (taux d'échange 1 :1).
15 janvier 2005	P&G revoit les conclusions de la due diligence, et recommande à P&G de proposer une parité d'échange de 0,950. L'offre est rejetée par Gillette.
27 janvier 2005	Merrill Lynch revoit son rapport et ses calculs, basés sur les informations recueillies durant l'étape de due diligence, et un nouveau rapport est présenté au conseil d'administration. Cette fois, la parité d'échange est de 0,975. La proposition est acceptée par le conseil d'administration et ensuite par Gillette.

13 juin 2005	Après plusieurs tentatives échouées (dates repoussées), les actionnaires de P&G sont convoqués à se prononcer sur la fusion.
--------------	------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Source : C. Dumitriu, 2006

Nous allons analyser maintenant les décisions des entreprises concernées selon chaque source des risques que nous avons identifiés dans le chapitre 3 (tableau 3.9: Les sources des risques reliés au processus de «Due diligence»).

a) la durée du processus de due diligence

Ce risque semble présent dans ce cas particulier; en effet, comme le montre le tableau ci-dessus, les équipes d'experts sont embauchées le 16 novembre 2004, et le processus de due diligence débute le lendemain, soit le 17 novembre. Après un travail sommaire, le 4 décembre une proposition concrète est faite par P&G et refusée par Gillette (fin des négociations; Gillette demande que P&G lui remette tous les documents qui ont fait l'objet de la due diligence).

b) le nombre de sources d'informations utilisées

Ce risque semble présent dans ce cas particulier: les sources d'informations se sont limitées surtout aux documents fournis par la cible, qui a par ailleurs interdit l'accès de l'équipe de due diligence de P&G à ses propres employés et technologies.

Toutefois, vu la renommée de Gillette, le fait que plusieurs informations sur la cible étaient publiques, ce risque fut en effet plus faible que dans le cas où il s'agirait d'une petite cible, moins bien connue.

c) la nature des informations recueillies

Comme nous avons montré dans le chapitre 3, lorsque les informations recueillies ne sont pas suffisamment diversifiées et détaillées, la réalisation des prévisions fiables quant à chaque aspect envisagé (marques, portefeuille de clients, fournisseurs, etc.) est compromise.

Comme le montre le tableau 4.14, la nature des informations recueillies a été relativement complète (informations stratégiques, reliées aux marques phares et informations reliées à la propriété intellectuelle, aussi bien que des informations financières et légales). Toutefois, on peut observer que certains aspects ont été ignorés.

d) le manque d'expérience de l'acquéreur en matière d'OFA

Risque très faible, car selon la grille BearingPoint, P&G aurait une expérience suffisante (voir le tableau 4.2)

A part les risques que nous avons inclus dans notre cartographie des risques, nous avons pu identifier un autre risque important relié à la phase de due diligence, soit celui relié au processus de négociation de la position que devrait occuper le CEO de la cible dans la nouvelle organisation, et de ses bénéfices et avantages. L'étude de cette opération nous a relevé le fait que ces aspects ont conditionné, d'un côté, l'agreement final, et de l'autre, ont eu un impact sur la phase d'intégration.

4.3.3.2 Risques reliés au choix de la méthode d'évaluation de la cible

Dans le cadre de ce paragraphe, nous avons l'intention de vérifier dans quelle mesure les risques reliés au *choix de la méthode d'évaluation* et à *son application à une certaine cible* (Tableau 3.11, «Risques reliés au choix de la méthode d'évaluation de la cible», et tableau 3.10, «Les critères d'établissement d'un « peer group ») sont-ils considérés par les entreprises impliquées, et dans quelle mesure les décisions à ce sujet sont objectives et prudentes. Aussi, nous allons tenter d'identifier, éventuellement, autres sources de risques.

Pour évaluer la cible, P&G a choisi une approche comparative. Toutefois, le management a délégué cette tâche exclusivement à Merrill Lynch. Comme nous avons mentionné dans le chapitre 3, cette méthode présente des risques reliés aux nombreuses contraintes à respecter lors du choix de l'échantillon de comparaison.

Merrill Lynch a présenté ses premiers résultats en décembre 2004, et une parité d'échange de 0,915 a été ressortie de ses calculs, ce qui a mené à la rupture des négociations. Toutefois, comme nous l'avons mentionné dans le chapitre 3, cet engrenage complexe qui se déploie lors d'un processus de fusions et acquisitions semble entraîner plusieurs parties prenantes (le management des deux compagnies et leurs firmes de conseil) vers une convergence de la volonté d'accomplir la transaction à tout prix. Comment autrement pourrait-on expliquer le fait qu'après cet échec, les calculs de Merrill Lynch ont donné des résultats différents (0,950 en date de 17 janvier 2005 et ensuite 0,975, en date de 26 janvier 2005) ?

Nous avançons ici deux hypothèses qui vérifient en effet notre cartographie des risques :

- a) soit, il y a conflit d'intérêt (Merrill Lynch gagnait plus d'argent si la transaction était conclue, comme nous avons pu le constater à la lecture des documents internes)- voir le risque relié à la rémunération des experts.
- b) soit, il y a un fort risque induit par l'utilisation de cette méthode d'évaluation, qui donne des résultats qui différeront selon l'échantillon choisi et selon les multiples de valorisation qu'on choisit d'utiliser- par conséquent, la méthode laisse beaucoup de place à la subjectivité des décideurs (C. Dumitriu, 2006).

On peut observer cette subjectivité si on compare les échantillons utilisés par chacune des deux entreprises impliquées dans la transaction. P&G

Chapitre VI : Etude de cas
Fusion entre Procter & Gamble et Gillette (2005)

a utilisé des échantillons différents pour chaque segment d'affaires de la cible, alors que Gillette a utilisé un seul et unique échantillon.

Tableau 4.15: Les paramètres de valorisation du prix de la cible (méthode comparative utilisée par P&G)

Segment évalué	Opérations similaires considérées pour fins de comparaison et évaluation	Multiple de valorisation Valeur marchande de l'entreprise/chiffre d'affaires (EV/CA)
Rasoirs et lames	<ul style="list-style-type: none"> Nestle SA / Dreyer's Grand Ice-Cream Inc. PepsiCo Inc / Gatorade (implied in The Quaker Oats Company) Johnson & Johnson / Neutrogena Corporation Tchibo Holding AG / Nivea (implied in Beiersdorf AG) 	19.0x - 24.0x
Batteries	<ul style="list-style-type: none"> Gillette / Duracell T.H. Lee Partners L.P / Rayovac Corporation. 	9.0x - 12.0x
Soin et hygiène personnelle et Hygiène bucco-dentaire	<ul style="list-style-type: none"> Unilever NV / Helene Curtis Industries, Inc Procter & Gamble / Clairol L'Oreal USA Inc / Maybelline, Inc. Procter & Gamble / Wella AG Procter & Gamble / Tambrands, Inc. Colgate-Palmolive Company / Kolynos Henkel Group / Corporation The Dial Corporation 	13.0x - 15.0x
Epilation et rasage	<ul style="list-style-type: none"> Rayovac Corporation /Remington Products Company LLC 	8.0x - 10.0x

Source: « Merger Proposal, Proxy 2005 » document présentant la fusion entre Procter& Gamble et Gillette à l'attention de leurs actionnaires respectifs

Tableau 4.16 : L'échantillon de comparaison utilisé par Gillette dans l'estimation de sa valeur

Date d'annonce	Acquéreur	Cible
Dec-2003	Henkel	Dial
Oct-2003	Tchibo	Beiersdorf
Mar-2003	Procter & Gamble	Wella
Jan-2003	Energizer	Schweppes Adams (Pifzer)
Dec-2002	Cadbury Schweppes	Adams (Pifzer)
Nov-2001	Johnson Wax Professional	DiverseyLever (Unilever)
May 2001	Procter & Gamble	Clairol (Bristol Myers Squibb)
Jan-2001	Nestle S.A.	Ralston Purina
Dec-2000	Pepsi	Quaker Oats
Oct-2000	SmithKline Beecham	Block Drug
Jun-2000	Philip Morris	Nabisco
Jun-2000	Unilever	Bestfoods
Jul-1999	Reckitt & Colman	Benckiser
Oct-1998	Newell	Rubbermaid
Oct-1998	Clorox	First Brands
Oct-1997	S.C. Johnson & Son	DowBrands (Dow Chemical)
Apr-1997	Procter & Gamble	Tambrands

Source: « Merger Proposal, Proxy 2005 » document présentant la fusion entre Procter& Gamble et Gillette à l'attention de leurs actionnaires respectifs

A la base de l'analyse de ces transactions, Gillette a fait ressortir des multiples de valorisation différents, allant de 8.4 à 17.8, mais calculés en fonction des valeurs comparatives du bénéfice d'exploitation avant amortissement, intérêt et taxes (EBITDA) (Merger Proposal, page 61).

En analysant ces deux variantes d'utilisation de la même méthode, on pourrait conclure que :

- a) cette méthode donne des résultats différents selon les entreprises considérées pour la comparaison et selon les multiples de valorisation choisis. Une lecture de ces échantillons nous indique que ces opérations étudiées ne sont pas semblables à la fusion en question et que plusieurs des critères de choix que nous avons proposés dans le chapitre 3 (tableau 3.10) ne sont pas respectés. Toutes ces transactions retenues mettent en relation une grande entreprise du secteur qui désire augmenter sa gamme de produits en acquérant une cible relativement

petite dont la taille et l'envergure de produits est très faible. Aucune de ces opérations ne met en relation deux entreprises leaders sur plusieurs segments de l'industrie des biens de consommation. D'ailleurs lors des négociations sur l'établissement du prix, le fait que Gillette soit leader sur plusieurs segments en forte croissance a considérablement compliqué les discussions et la détermination du « goodwill ».

- b) lorsqu'il s'agit d'entreprises présentes dans plusieurs segments du marché, et que des «peer groupes» différents sont utilisés pour évaluer chacune des activités de l'entreprise cible, le choix des pondérations des valeurs obtenues pour chaque activité peut introduire un autre risque d'incertitude sur le résultat final obtenu.

- c) afin de palier à ce risque, les entreprises devraient, soit donner le même mandat à deux experts différents travaillant indépendamment l'un de l'autre (ce qui entraînerait des coûts supplémentaires pour rémunérer le risque de faux résultats), soit utiliser les deux approches que nous avons discutées dans le chapitre 3, afin de pouvoir comparer les résultats obtenus. Ceci fut en effet le cas de Meryll Lynch, qui, finalement, a décidé d'utiliser les deux approches (l'approche actuarielle, basée sur l'actualisation des cash-flows, *Discounted Cash Flow Analysis*, et l'approche comparative), ce qui a mené au résultat final : parité d'échange de 0,975 actions P&G pour une action Gillette, équivalant à un multiple de valorisation de 18,8 (pour le résultat opérationnel avant dépréciation et amortissement, EBITDA) et à un prix payé de \$54,05 par action Gillette, soit une **prime de 18%** par rapport au cours du titre Gillette à la veille de l'annonce (« Procter & Gamble / Gillette : Merger Proposal, Proxy 2005, page I-60).

4.3.3.3 Risques reliés à l'évaluation du goodwill et au prix payé

Dans le chapitre 3, nous avons regroupé les risques reliés au goodwill selon trois types de décisions à adopter :

- e) le choix des actifs tangibles à inclure dans la détermination de la valeur du «goodwill»
- f) les méthodes de calcul
- g) et le traitement comptable.

Comme nous avons montré dans le chapitre 3, la nouvelle réglementation en matière d'OFA fait une distinction claire entre les actifs intangibles non identifiables (qui vont composer en fait le goodwill) et les actifs intangibles identifiables, et encore entre les actifs intangibles identifiables dont la durée de vie est infinie et ceux ayant une durée de vie limitée. Toutefois, la décision d'inclure un actif intangible dans une catégorie ou dans une autre, n'est pas une décision facile et implique une analyse de plusieurs facteurs externes et internes reliés à l'activité de la cible; une autre difficulté consiste à établir la valeur de ces actifs.

Une erreur dans une ou dans l'autre de ces décisions pourrait avoir des conséquences importantes sur les résultats de l'acquéreur (tableau 4.17)

Tableau 4.17 Risque relié à l'évaluation du goodwill

Le raisonnement initial de P&G (2005), selon le document de l'OFA	
<p>Les actifs intangibles identifiables :</p> <ul style="list-style-type: none"> - actifs d'une durée illimitée (ne sont pas soumis à un processus d'amortissement, mais à un test annuel de dévaluation (impairment)) - actifs d'une durée limitée (soumis à un processus d'amortissement) 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Marques de commerce dont la durée de vie est illimitée, valorisées à 5.803\$ Milliards US ▪ Marques de commerce dont l'espérance de vie est égale à 18 ans, valorisées à 3.158\$ Milliards US ▪ Relation avec les consommateurs, réputation, technologies, d'une durée de vie utile de 15 ans ; ces actifs intangibles ont été estimés à 1.459\$ Milliards US. <p>Le total des actifs intangibles identifiables est d'environ 10 milliards de dollars (10.429 milliards de dollars).</p>
<p>Les actifs intangibles non identifiables (qui entrent dans le calcul du goodwill) : ne sont pas soumis à un processus d'amortissement, mais à un test annuel de dévaluation (impairment)</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ La répartition du prix payé a été évaluée comme suit (milliards de dollars) : valeur comptable historique (3.302); actifs intangibles identifiables, après ajustement, voir plus haut (9.867); autres –fonds de pension, actifs immobilisés (terrains, usines et autres), ajustement de la valeur des inventaires, élimination du goodwill historique de Gillette, etc. (-1194) ▪ A la base de cette évaluation, le goodwill résiduel crée par l'OFA est estimé à environ 45 milliards de dollars [53.909- 9.867 – (-1194)], soit 45.236 milliards de dollars. Cette valeur concorde avec celle déclarée dans le document de l'OFA (page II-7)

- Selon cette première évaluation préliminaire, P&G assume le risque de dévaluation (impairment risk) équivalent à une valeur de 45.236 milliards de dollars (le goodwill résiduel) + 5.803\$ Milliards de dollars (actifs intangibles identifiables d'une durée de vie illimité), soit 51.039 milliards de dollars.
- Ce risque est très important et, de plus, tout inter changement des actifs inclus dans une de ces deux catégories (durée de vie limitée, et donc amortissement, versus illimitée, et donc «impairment risk») peut induire un effet supplémentaire sur le compte des résultats.
- Comme la transaction s'est finalisée en octobre 2005, le dernier rapport annuel de P&G (sorti en 2006) ne nous donne pas l'occasion d'analyser les conséquences de cette décision. Toutefois, on a pu observer que, par rapport à cet encadrement des actifs intangibles fait initialement, dans le rapport annuel de P&G (2006) quelques éléments ont été revus ; ainsi, selon les données officielles présentées dans ce dernier rapport, les actifs intangibles identifiables seraient de 29.736 milliards de dollars, dont 23.968 serait la valeur des actifs identifiables

ayant une durée de vie illimitée (marques spécifiques, comme, par exemple, Gillette et Duracell), le reste étant composé d'actifs intangibles d'une durée limitée (marques locales ou régionales, brevets et technologies, clients, etc.). Selon ce nouvel encadrement, le goodwill serait d'environ 35 milliards de dollars (34.943). A la base de ces informations, P&G assume le risque de dévaluation (impairment risk) équivalent à une valeur de 58.911 milliards de dollars.

A la base de l'analyse effectuée, on peut conclure que notre cartographie de risques capte bien les risques liés à l'évaluation du prix de la cible et au calcul du goodwill :

- a) risque relié à un encadrement défectueux des actifs intangibles dans les catégories mentionnées ;
- b) risque relié à l'évaluation de la valeur des actifs (intangibles, mais aussi tangibles) ;
- c) risques reliés à l'estimation de la durée de vie utile des actifs identifiables ayant une durée de vie limitée.

Ces risques induisent en effet des risques de second degré («impairment risk») ayant des conséquences importantes sur la performance de l'entreprise acquéreuse. Par exemple, un test effectué par P&G en 2006, montre qu'un inter changement de 50% des actifs identifiables entre les deux catégories (durée de vie limitée versus illimitée) peut avoir un impact sur les résultats, d'une valeur de 0.04 dollars par action (rapport annuel 2006).

4.3.3.4 Le risque relié au montage financier mis en place

P&G a décidé de financer l'opération par échange d'actions. Par conséquent, selon notre cartographie des risques, cette décision devrait entraîner les risques suivants (tableau 3.14) :

- Risque de dilution de capital ;
- Nouveaux actionnaires (complexité de gouvernance) ;
- Coûts additionnels (émission de titres, évaluation et détermination de la parité d'échange, etc.) ;
- Risque induit par la fluctuation des titres de l'acquéreur ou de la cible.

Généralement, cette option de financer l'opération ne devrait pas entraîner des risques importants reliés au niveau d'endettement, comme c'est le cas où l'acquéreur décide de financer l'opération par liquidités et de faire appel à la dette à long terme. Toutefois, dans ce cas particulier, le risque d'endettement s'est rajouté au portefeuille des risques identifiés précédemment, à cause du fait que, pour maîtriser le risque de dilution du capital (et de diminution du bénéfice par action, BPA), P&G a décidé de racheter 40% des nouvelles actions, en finançant ce rachat par la dette (obligations et emprunt bancaire, d'une valeur comprise entre 18 et 22 Milliards \$US).

Ce programme de rachat augmentera automatiquement le BPA ; néanmoins, une des conséquences immédiates est la baisse de la côte de crédit. En effet, les agences de cotation de crédit « Standard & Poor's (S&P) » et « Moody's » ont immédiatement mis les notes de la dette long terme de Procter&Gamble (AA, et respectivement Aa3) sous «surveillance négative» en vue d'une éventuelle dégradation (Enquirer, mars 2005).

A la base de l'analyse de ce cas d'OFA on peut donc confirmer notre hypothèse selon laquelle les risques d'une OFA sont imbriqués et la décision de traiter un certain risque peut induire un nouveau risque. L'entreprise devrait alors analyser les conséquences de chaque risques versus le coût de transférer ou gérer le risque respectif, et décider de la meilleure stratégie à adopter.

4.3.3.5 Risque relié au comportement des décideurs

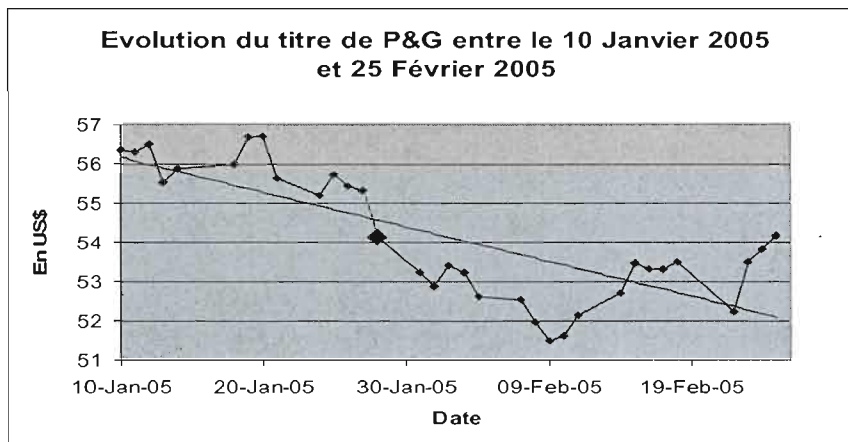
Dans le cadre de ce paragraphe nous tentons de vérifier les théories retenues dans le chapitre 3 et qui visent à expliquer le risque induit par le comportement des décideurs. Le tableau 4.18 fait une brève synthèse des aspects que nous avons retenus dans le cadre de notre cartographie des risques et qui sont susceptibles d'induire certains risques relatifs à une mauvaise performance de l'acquéreur suite à l'OFA.

Tableau 4.18 Les théories testées

Théorie pour anticiper la réaction du marché en fonction du comportement des décideurs et de la prime payée (Chapitre 3)	Hypothèses et Conséquences
La théorie d'Hurbis	<p>Le marché est rationnel mais les décideurs ne sont pas rationnels;</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ plus la prime payée est grande, plus le marché réagira négativement à l'annonce d'une prime élevée ▪ le résultat est un «jeu à somme nulle» : la richesse des actionnaires de la firme acquise augmente et la richesse des actionnaires de l'acquéreur diminue d'une valeur égale
La théorie des coûts d'agence	<p>Les managers sont rationnels mais ils savent exploiter l'asymétrie d'information (entre les cadres opérationnels et la haute direction), afin de tirer plusieurs avantages (meilleure position, plus de pouvoir, meilleure rémunération, etc.) et ce, au détriment des intérêts des actionnaires.</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ Plus la prime payée est grande, plus la probabilité de réussite de l'OFA sera réduite. ▪ Dans un premier temps, la richesse des actionnaires de la firme acquise augmente et la richesse des actionnaires de l'acquéreur diminue, mais la richesse de l'ensemble est conservée; ▪ Dans un deuxième temps, il y a transfert de richesse des actionnaires du nouvel ensemble vers les managers.
La théorie du timing du marché	<p>Les décideurs sont rationnels et les marchés sont irrationnels;</p> <ul style="list-style-type: none"> ▪ plus la prime payée est grande, plus la cible est en fait sous-évaluée ou plus l'effet des synergies sera important. ▪ Selon cette théorie, le marché réagira positivement à l'annonce d'une prime élevée

En analysant l'évolution du titre de P&G immédiatement après l'annonce (figure 4.4), on peut conclure que cette évolution vient invalider la théorie du «timing du marché», en soutenant plutôt la validité d'une des deux autres théories.

Figure 4.4 : Evolution du prix de l'action de Procter & Gamble pour l'année 2005



D'après les données disponible chez www.yahoo.com/finance

Camélia Dumitriu montre que, du côté de Gillette, la théorie des coûts d'agence pourrait mieux expliquer le risque induit par le comportement des décideurs, alors que dans le cas de P&G, c'est plutôt la théorie d'Hurbis qui s'applique. En effet, plusieurs analystes montrent que le CEO de Gillette a féroce ment négocié ses avantages, et se demandent «Are top executives sometimes motivated to do mergers, at least in part, by personal gain? And is it right for the top people to walk away with megamillions while thousands lose their jobs in post-merger downsizing»? (Mark Maremont, 2005).

De son côté, le CEO de Gillette se défend en arguant que *"I was going to make good money by having Gillette as a stand-alone company, so the motivation wasn't anything to aggrandize management or myself but to do what is right for shareholders and employees in the long term."* (Mark Maremont, 2005).

D'un autre côté, les dirigeants de P&G ont fait une confiance exagérée à leur expérience en matière de OFA (tableau 4.2) et à leur bonne relation avec le CEO de Gillette (hypothèse d'Hurbis). Par conséquent, plusieurs analyses ont été faites d'une façon assez superficielle, ce qui a donné naissance à une

enquête ordonnée par le secrétaire d'état Galvin et ayant comme objectif d'analyser les aspects reliés au processus de due diligence et plus précisément aux éléments considérés dans le calcul et la négociation des avantages financiers des dirigeants de Gillette (Dumitriu, Gestion internationale, PUQ, 2007-2008).

Selon cette analyse, et à la base des théories mentionnées, on peut conclure que dans les années à venir on pourrait en fait assister à un certain transfert de richesse entre les actionnaires et les managers du nouvel ensemble (soit le CEO de P&G et le ex-CEO de Gillette, qui s'est vu obtenir la position de vice président du nouvel ensemble).

Le tableau 4.19 fait une synthèse des risques qui pourraient éventuellement se manifester par la suite des décisions prises par P&G durant la phase tactique de l'opération.

Tableau 4.19 Synthèse des risques de la phase tactique

Sources des risques	
Le risque relié au processus de «Due Diligence»	Évaluation du risque
▪ la durée du processus de due diligence	moyen
▪ le nombre de sources d'informations utilisées	fort
▪ la nature des informations recueillies	moyen
▪ manque d'expérience de l'acquéreur en matière d'OFA	faible
Risques reliés au choix de la méthode d'évaluation de la cible	
▪ Choix de méthode	Faible ou nul, dans la mesure en laquelle toutes les méthodes ont été utilisées et les résultats comparés
▪ Choix du «peer group» et des multiples de valorisation	Moyen vers fort (voir paragraphe 4.3.3.2)
Risques reliés à l'évaluation du goodwill et au prix payé	Moyen (voir paragraphe 4.3.3.3)
Risque relié au montage financier mis en place	Moyen et géré mais induit un autre risque sous séquent (voir paragraphe 4.3.3.4)
Risque relié au comportement des décideurs	Fort, voir paragraphe 4.3.3.5)

4.3.4 Risques reliés à la phase d'intégration

Dans le chapitre 3 nous avons identifié les principales sources des risques propres à cette étape, soit :

- Incompatibilité culturelle
- Difficulté d'harmoniser les aspects structurels (organigramme, normes de personnel et autres)
- Difficulté d'harmoniser les aspects stratégiques

- Difficultés d’obtenir un haut degré d’implication de la haute direction
- Difficultés liées au processus d’intégration des TI (systèmes trop différents ou trop redondants utilisés par les deux partenaires)
- Manque de cohérence du plan d’intégration (entre les divers aspects mentionnés)
- Indicateurs non adéquats pour mesurer le progrès de l’intégration

Dans ce paragraphe nous nous proposons d’analyser dans quelle mesure ces risques ont été considérés par les deux entreprises et comment le plan d’intégration visait à composer avec ces risques et, éventuellement, avec d’autres risques que nous n’avons pas prévus dans notre cartographie des risques. Toutefois, comme l’étape d’intégration est en cours, et comme, au moment où nous rédigeons ce mémoire, le rapport annuel faisant état du progrès de cette étape, n’a pas été rendu public encore, notre analyse portera seulement sur les deux premiers types de risque, soit le risque d’incompatibilité culturelle et le risque lié à l’harmonisation des aspects structurels.

D’après le rapport sur la fusion présenté aux actionnaires des deux groupes, nous pouvons cerner les défis de la phase d’intégration, tels qu’ils ont formulés par Procter & Gamble :

- Mettre en place un système de gouvernance unique qui coordonne des marchés géographiques différents, et une large envergure de produits;
- Favoriser et développer des relations de coopération entre les deux organisations.

A ce sujet, dans le compte rendu de l’opération et sous la section « l’identification des risques d’échecs de la fusion », Procter & Gamble identifie la phase d’intégration comme une importante source de risque, à cause de la grande envergure (produits et marchés) et du cadre mental différent des deux organisations.

4.3.4.1 Le risque d'incompatibilité culturelle

Dans le chapitre 3 nous avons présenté les trois approches différentes proposées par C. Dumitriu afin d'analyser le risque d'incompatibilité culturelle sous trois angles différents. Le tableau 4.20 fait état de notre analyse de ce risque, dans le cas particulier de cette opération, en utilisant les trois approches mentionnées.

Tableau 4.20 Le risque d'incompatibilité culturelle dans le cas de la fusion étudiée

	Hypothèses	La fusion P&G et Gillette
L'approche monoculturelle	L'incompatibilité culturelle provient de l'incompatibilité entre les métiers	Risque faible ou même nul, car les deux entreprises ont le même métier
L'approche culturelle comparative	L'incompatibilité culturelle provient de l'incompatibilité entre les cultures sociétales/nationales	Risque faible ou même nul, car les deux entreprises ont pris naissance et se sont développées dans le contexte de la culture nord-américaine
L'approche interculturelle	L'incompatibilité culturelle provient de l'incompatibilité entre les perceptions des acteurs impliqués, et des styles de leadership différents	Risque à surveiller dans ce cas particulier

En effet, dans son rapport annuel (2005) P&G fait état de ce risque :

« Nous avons réalisé une étude sur la culture d'entreprise, à partir de données recueillies auprès des directions et des salariés de Gillette et de P&G. Nous avons étudié les processus de décision, les systèmes de reconnaissance et de récompense et un certain nombre d'autres comportements et normes culturels importants. Les deux entreprises sont très similaires dans la majorité des cas. Nous avons trouvé quelques différences,

notamment dans la façon dont chaque entreprise définit la responsabilité et dans la façon de communiquer en interne, mais nous considérons ces différences comme autant de possibilités d'évoluer et de s'enrichir mutuellement.»(Rapport annuel P&G 2005, version français, page 10).

A ce sujet, nous avons identifié les principaux points de divergence entre les deux styles de leadership qui ont eu des implications sur les stratégies organisationnelles des deux entreprises :

- Globalité vs Diversité : l'une des valeurs de Gillette réside dans la conception de l'entreprise comme une seule et unique organisation globale et multidisciplinaire tandis que chez Procter & Gamble l'entreprise est un ensemble d'unités stratégiques spécialisées capables de répondre aux attentes variées des consommateurs.
- Monde vs Région : Procter&Gamble concède une large marge de manœuvre à ses divisions internationales; pour sa part, Gillette nous semble une entreprise où les flux de décisions et d'information sont fortement centralisés. La confrontation entre ces deux méthodes de gestion, diamétralement opposées, peut être une source de conflit culturel et structurel majeur.
- Une approche différente du marketing client : Dans son approche client, Gillette offre des produits peu différenciés à l'intérieur de chaque gamme, et qui sont destinés à un client « global ou moyen » ; par comparaison, Procter& Gamble offre des produits très différenciés à l'intérieur de chaque gamme spécifique, et chaque catégorie de ces produits cible une clientèle spécifique (forte segmentation).

Ces divergences entre les deux organisations peuvent à tout moment créer des conflits culturels pour le nouvel ensemble.

4.3.4.2 Le risque relié à l'intégration structurelle

Ce risque a été clairement identifié par P&G. En effet, dans le document de la fusion présenté aux actionnaires (« Merger Proposal, Proxy 2005» page I-17), P&G met en garde les actionnaires concernant le fait que ces sources de risques pourraient en effet prolonger la phase d'intégration en provoquant *«an interruption of, or loss of momentum in, the activities of one or more of the combined company's businesses and the loss of key personnel. The diversion of management's attention and any delays or difficulties encountered in connection with the merger and the integration of the two companies' operations could result in the disruption of the combined company's ongoing businesses or inconsistencies in standards, controls, procedures and policies that negatively affect the combined company's ability to maintain relationships with customers, suppliers, employees and others with whom it has business dealings»*.

Afin de palier ce risque, P&G a adopté plusieurs mesures (rapport annuel, 2006)

- a) à la base d'une analyse de type benchmarking, P&G a identifié les meilleures pratiques (en comparant celles de P&G à celles de Gillette) pour chacun des aspects mentionnés (normes et standards de rémunération, etc.) et a adopté la pratique qui semblait être la meilleure. Cette façon de procéder est différente de celle adoptée lors des OFA précédentes entreprises par P&G, quand cette dernière avait imposé à la cible ses propres pratiques (rapport annuel, 2006).
- b) P&G a gardé son organigramme de type matriciel qui croise les fonctions (les GBS) avec les divisions de produits, ou les GBU, et finalement avec les régions, ou les MDO (C. Dumitriu, 2001; 2003; 2006), et a intégré Gillette en tant que division de produits (SBU). Ce mode d'intégration structurelle permettra au nouvel ensemble de

bénéficier des avantages procurés par une approche polycentrique de la distribution (produits adaptés à chaque marché géographique) jumelée à une approche ethnocentrique de l'activité de développement de nouveaux produits (C. Dumitriu, 2006).

En ce qui concerne la rationalisation du personnel et les systèmes de motivation qui pourraient provoquer dans certains cas, le risque de départ des employés clé et la perte de savoir-faire (voir chapitre 3), P&G a procédé avec beaucoup de diligence :

- a) Le 22 janvier 2005, la direction de Procter & Gamble nomme M. Kilts (Président directeur général de Gillette) au poste de vice président de Procter & Gamble chargé de l'élaboration des plans et méthodes d'intégration. Cette nomination a été vue comme un signe de bonne volonté de la part de l'acquéreur qui lance un message hautement symbolique à l'organisation de Gillette afin d'éviter et d'éliminer toute forme de résistance qui peut ralentir l'exécution de cette phase. Cette décision fut très bien accueillie par le conseil d'administration de Gillette.
- b) Un comité dirigé par deux hauts cadres de la direction a été formé pour piloter ce processus; il s'agit de M. Kilts (CEO de Gillette) et de Clayt Daley, (vice-président financier de P&G). Ce comité avait pour tâche la mise en place des plans d'intégration, la formation des sous comités et des sous groupes en charge de l'intégration des deux gammes de produits, des deux circuits de distribution, de la mise en place des règles et de normes de gestion, etc. Ce comité a disposé d'une période de 9 mois (entre la fin du mois de janvier, lorsque l'opération a été approuvée par les actionnaires des deux entreprises, et le début du mois d'octobre, lorsque l'opération a été approuvée par les organismes de réglementation) afin de commencer à mettre en œuvre les plans d'intégration.

- c) Seulement 6000 employés ont été remerciés, dont la plupart sont des employés de Procter & Gamble.

4.4 Conclusions

Dans ce chapitre, nous avons analysé la fusion entre Procter & Gamble et Gillette selon notre cartographie de risques, afin d'identifier la mesure dans laquelle les décisions prises par les deux entreprises impliquées ont contribué à l'identification, la prévision et à la gestion des risques de cette opération. En même temps, cette analyse nous a permis de mettre à l'épreuve notre cartographie de risques et d'identifier, éventuellement, d'autres risques à inclure.

Ainsi, dans un premier temps nous avons analysé l'industrie dans laquelle oeuvrent les deux compagnies (paragraphe 4.1) et avons exploré l'histoire de chacune de ces deux compagnies, leurs stratégies, leurs compétences et leurs performances financières respectives, afin de déceler les motivations de les objectifs de chacune, et qui avaient mené à leur rapprochement (paragraphe 4.2).

Dans un deuxième temps, nous avons utilisé la cartographie de risques que nous avons proposée dans le chapitre 3, afin de :

- a) comprendre les tenants et les aboutissants de la fusion entre P&G et Gillette;
- b) identifier les risques les plus importants de cette opération;
- c) identifier, éventuellement, d'autres risques particuliers propres à cette opération et qui n'ont pas été prévus dans notre cartographie de risques, et qui pourraient nous permettre de la compléter ou de l'améliorer.

Pour ce faire, nous nous sommes servis des documents suivants :

- *Merger Proposal, Proxy 2005* » le document présentant la fusion entre Procter & Gamble et Gillette à l'attention de leurs actionnaires respectifs (180 pages);
- *Regulation (Ec) No 139/2004; Merger Procedure Case No Comp/M.3732 -Procter & Gamble /Gillette, 15/07/2005 : la décision de la Commission Européenne qui a étudié l'opération (46 pages) ;*
- *Les rapports annuels de P&G et Gillette pour la période 2000-2005 ;*
- *Les communiqués de presse de P&G (2005) ;*
- *Autres sources, qui seront identifiées d'une façon distincte dans le texte.*

A la base de notre cartographie de risques, dans le cadre du paragraphe 4.3 nous avons identifié les risques propres à chaque étape de cette fusion (stratégique, tactique et d'intégration), en spécifiant lesquels de ces risques ont été identifiés (prévus) et/ou bien gérés et lesquels ne l'ont pas été.

De plus, l'analyse de cette fusion nous a permis de constater qu'on a sous-estimé l'importance des certains risques dans le cadre de notre cartographie, et qu'on a ignoré autres risques :

- Ainsi, nous avons pu identifier un risque important relié au processus de *due diligence*, et qui nous a permis de compléter notre cartographie de risques; il s'agit du risque induit par le processus de négociation de la position que devrait occuper le CEO de la cible dans la nouvelle organisation, et de ses bénéfices et avantages. L'étude de cette opération nous a relevé le fait que ces aspects ont conditionné, d'un côté, l'agreement final, et de l'autre, ont eu un impact sur la phase d'intégration. De plus, comme nous avons montré, certaines erreurs faites à ce sujet durant le processus de *due diligence*, ont soulevé des

questions de la part de certains organismes qui ont demandé une réanalyse de la situation, remettant de ce fait en question la bonne foi et les compétences des cadres impliqués dans ce processus.

- A la base de ce cas concret de OFA, nous avons constaté que, dans le cadre de notre cartographie de risques, nous avons sous-estimé le risque légal et réglementaire, en le présentant comme un risque dérivé, alors que la direction de P&G semble très préoccupée par ce risque, qu'elle perçoit comme un «in-front risk» et non pas comme un risque secondaire, induit par les autres risques assumés. En effet, trois des cinq firmes de conseil, que P&G a choisies pour l'assister dans cette transaction, étaient des firmes spécialisées en conseil légal et en réglementation des marchés. De plus, comme on a pu constater, les organismes de réglementation ont un important rôle à jouer non seulement en ce qui concerne les conditions qu'elles peuvent imposer à l'acquéreur (de se départir de certains actifs, marques ou unités stratégiques), mais aussi en ce qui concerne le délai de réponse. Par conséquent, les décisions de ces organismes peuvent, d'un côté, modifier la structure du nouvel ensemble et rendre frugale toute planification et stratégie de réalisation des synergies attendues, et de l'autre, retarder la phase d'intégration, laissant le temps à la concurrence de réagir, au détriment du nouvel ensemble.

Enfin, à la base de l'analyse de ce cas d'OFA, on a pu confirmer notre hypothèse selon laquelle les risques d'une OFA sont imbriqués et la décision de traiter un certain risque peut induire un nouveau risque. En effet, on a montré comment P&G a décidé de se protéger contre le risque de dilution de son capital, en faisant un rachat de 40% des nouvelles actions émises, et comment la dette contractée pour atteindre cet objectif a entraîné la baisse de sa cote de crédit. Comme on l'a montré dans ce chapitre, toute entreprise devrait bien analyser les conséquences de chaque risque versus le coût de

transférer ou gérer le risque respectif, et décider de la meilleure stratégie à adopter.

Chapitre V

Conclusions finales et contributions personnelles

Notre revue de littérature nous a permis de conclure que de nombreux chercheurs se sont penchés sur l'analyse des opérations de fusions et acquisitions, en adoptant soit une approche de **recherche empirique**, soit une **approche de recherche qualitative**, en but d'identifier les facteurs de succès d'une telle opération.

Dans le premier cas, l'échantillon choisi est généralement hétérogène, et réunit des opérations de fusions et acquisitions impliquant diverses entreprises provenant de divers secteurs d'activité. Les chercheurs qui adoptent une méthode de recherche empirique identifient certains facteurs de succès, sans toutefois identifier les relations imbriquées entre ces facteurs et sans tenir compte des risques induits par ces mêmes opérations, à part, bien sur, les risques «tangibles» et facilement mesurables par des approches financières. Leur analyse et leur diagnostic sont généralement basés sur l'évaluation de la valeur du titre de l'acquéreuse et de la cible, avant et immédiatement après l'annonce de l'opération, et dans certains cas, sur une observation à court terme de cette évolution (voir le tableau 1.9); or, dans plusieurs de ces cas, le diagnostic risque d'être hâtif, car les risques propres à la phase d'intégration sont totalement ignorés.

Dans le deuxième cas, les chercheurs adoptent une approche «organisationnelle», en se penchant surtout sur les aspects humains propres à la phase d'intégration seulement (conflits entre les cultures organisationnelles, rationalisation excessive du personnel, etc.).

Bref, la gestion intégrée des risques semble avoir un rôle marginal dans les deux types d'approches adoptées par les chercheurs qui se sont penchés sur l'analyse des opérations de fusions et acquisitions et sur l'identification des facteurs de réussite de ces opérations.

Il n'y a pas d'études, selon notre connaissance, visant à cartographier les risques de ces opérations, selon un modèle intégré et cohérent, et qui fasse une radiographie «temporelle» de l'opération entre le moment où elle est juste une vision et le moment où ses résultats à long terme se sont déjà concrétisés.

Dans cette recherche, nous proposons un cadre intégré d'analyse visant à cartographier les risques propres à chaque étape d'une telle opération, leurs sources et leurs interactions imbriquées. Pour ce faire, nous avons exploré les liens qui existent entre deux axes différents de recherche, soit les opérations de fusions et acquisitions, et la gestion intégrée des risques stratégiques.

La démarche méthodologique spécifique nous permettant d'atteindre nos objectifs de recherche, notamment de réaliser une cartographie des risques des OFA, est présenté dans le chapitre 2.

La **figure 2.1** montre le positionnement de notre recherche dans le cadre de l'approche de «gestion intégrée des risques», alors que la **figure 2.2** montre notre *cadre conceptuel*.

Une cartographie de risques représente, par excellence, l'aboutissement d'un effort intellectuel basé surtout sur le jugement. Le choix d'une **approche qualitative** de recherche nous a semblé alors être le plus éclairé pour mener à bien la résolution de la problématique de cette étude. En ce qui concerne la méthode d'analyse des données, en s'agissant des données surtout qualitatives, nous avons choisi d'utiliser **la méthode des «matrices et graphiques descriptifs» de Miles et Huberman (1994)**, plus précisément :

- d) matrices chronologiques
- e) matrices « des données brutes » qui tentent de focaliser l'attention sur des éléments spécifiques ;
- f) matrices synthétiques, qui ont le rôle de synthétiser des jugements, diagnostics, conclusions, et de mettre en relation plusieurs éléments inscrits dans les matrices « de données brutes ».

Ainsi, dans un premier temps nous avons utilisé les *matrices chronologiques* et les *matrices des données brutes* afin d'identifier les risques propres à chaque activité et étape d'une telle opération. Ensuite, à l'aide des *matrices synthétiques* nous avons complété notre cartographie de risques et identifié les interactions imbriquées responsables de la propagation des risques entre les diverses étapes.

Évidemment, une telle recherche aurait pu faire appel à des techniques qualitatives plus sophistiquées, comme, par exemple, les récits de pratiques, les entrevues semi structurées et les focus-group. Toutefois, ces techniques nécessitent des ressources (en matière de coûts, temps et ressources humaines), qui dépassent de beaucoup les moyens d'un mémoire.

Par conséquent, nous avons opté pour l'étude de cas.

Notre choix s'est porté sur la fusion entre Procter & Gamble (P&G) et Gillette et ce, pour deux bonnes raisons :

- Cette opération s'inscrit dans la même logique stratégique que celle des OFA qui se concluent actuellement dans des divers secteurs et industries (voir chapitres 1 et 4)
- Cette opération a débuté durant la période de cette recherche, plus précisément au moment où nous étions en train de tester la cartographie des risques proposée dans le chapitre 3, à l'aide d'une autre opération similaire, conclue entre Hewlett Packard et Compaq. Nous avons décidé donc de prendre le défi et de changer l'objet de notre attention, afin d'étudier une OFA qui nous permettait de suivre

les événements au fur et à mesure que ces derniers avaient lieu. Par conséquent, selon notre connaissance, **cette OFA n'a pas encore été analysée par les chercheurs et aucune autre étude de cas n'a pas été encore réalisée.**

L'objectif du premier chapitre a été de comprendre les tenants et les aboutissants d'une opération de fusions et acquisitions. A la base de la revue de notre revue de littérature, nous avons conclu que :

- a) Les opérations de fusions et acquisitions font l'objet de multiples classifications. Dans le contexte de notre recherche nous avons choisi la classification proposée par « Federal Trade Commission », basée sur le degré de proximité professionnelle entre l'acquéreur et la cible (**paragraphe 1.2**).
- b) Il y a un lien entre l'évolution économique et le nombre et type d'OFA conclues : les chercheurs identifient cinq «vagues» d'OFA, chacune propre à une étape précise de l'histoire économique. Le contexte actuel serait propice surtout aux OFA conclues pour fins d'avantage compétitif basé sur la R&D et sur la technologie. (**paragraphe 1.3**).
- c) Chaque processus de F&A se compose de trois phases distinctes identifiées par les chercheurs : phase stratégique, phase tactique, et phase d'intégration (**paragraphe 1.4**). **La figure 1.1** fait état de nos conclusions concernant les caractéristiques de chaque phase, telles qu'elles ressortent de la revue de littérature.
- d) La réussite ou l'échec de chaque OFA est le résultat d'un exercice d'équilibrage de plusieurs facteurs à considérer à chaque étape

d'une telle opération, facteurs que nous avons identifiés tout au long du paragraphe 1.4.

- e) En ce qui concerne la performance économique, à court terme, il y aurait transfert de richesse des actionnaires de l'acquéreur vers les actionnaires de la cible (tableau 1.9). A moyen terme, la majorité des OFA ne réussissent pas à créer de la valeur pour les actionnaires. Le risque de destruction de valeur économique a donc une forte probabilité (paragraphe 1.5).

A la base de ces conclusions (a-e), nous avons identifié deux directions de recherche à explorer afin de pouvoir identifier les risques induits par une telle opération :

- une première voie à explorer consiste à chercher les risques liés à la motivation première d'une telle opération ;
- une deuxième voie à explorer consiste à identifier les risques propres à chaque étape d'une telle opération.
-

Ces voies de recherche ont été poursuivies tout au long du chapitre 3.

L'objectif du chapitre 3 est de présenter notre cartographie de risques liés à une OFA.

Dans un premier temps, nous avons fait une revue de la littérature qui porte sur la «gestion intégrée des risques» (tableau 3.3), ce qui nous a permis de conclure que :

- a) les recherches qui traitent d'un seul type de risque sont de moins en moins fréquentes, en raison de la complexité accrue des affaires qui entraînent à la fois plusieurs risques interreliés;

b) des nouveaux types de risques sont apparus dernièrement et ont retenu l'attention des chercheurs (risque culturel, social, de réputation, etc.).

c) une nouvelle approche d'étudier les risques est de plus en plus présente dans les études les plus récentes; il s'agit de l'approche ERM (ou GIR), qui traite de «l'identification, l'analyse et les mesures d'atténuation, de transfert ou d'évitement des risques complexes de l'entreprise», et adopte «un modèle d'analyse cohérent et intégré qui permet de tracer le profil de risque d'une entreprise, d'une industrie ou d'un pays» (C. Dumitriu, 2006). Selon cette approche, on devrait adopter une vue holistique des risques, basée surtout sur une cartographie des risques (identification des principaux risques de l'entreprise, de leurs sources et de leurs conséquences inter reliées).

d) l'approche (ERM/GIR) a commencé à être utilisée par les chercheurs après 2000 ; toutefois, les recherches en gestion intégrée des risques portent seulement sur le risque global d'une entreprise durant des périodes de «business as usual». Les quelques recherches qui traitent des risques spécifiques à une période de «virage stratégique» d'une entreprise (externalisation, OFA, etc.) adoptent une approche financière du risque.

En étudiant les risques propres aux OFA, notre recherche s'inscrit donc dans une nouvelle école de pensée (GIR).

En nous appuyant sur ces conclusions, ainsi que sur les hypothèses de recherche que nous avons établies à la base des conclusions tirées dans le chapitre 1, dans le chapitre 3 nous avons conçu notre cartographie de risques reliés à une OFA. Nous reprenons ici le tableau 3.21 qui représente une synthèse de notre cartographie de risques relatifs à une OFA.

Risques relatifs à la phase stratégique		
	Causes et ou conséquences et enchaînement des risques	Gestion
Absence de vision stratégique claire	1.1 Objectifs flous ou non réalistes 1.2 Moyens non conformes aux objectifs 1.3 Optimisme exagéré concernant les synergies envisagées, qui induit d'autres risques sous séquents : 1.3.1 Risque de ne pas atteindre la taille critique escomptée 1.3.2 Risque de ne pas atteindre les réductions de coûts envisagées par les économies d'envergure 1.3.3 Risques légaux (niveau de concentration accru qui pourrait rendre l'initiative non faisable; autres risques légaux)	Les managers devraient trouver des réponses claires et non équivoques : 1. Quels sont nos objectifs ? 2. Quel est l'effort nécessaire (en terme de ressources humaines, financières, etc.) pour atteindre ces objectifs ? 3. Quels sont les moyens à notre disposition, leurs avantages et leurs risques stratégiques (croissance interne versus croissance interne versus croissance hybride) ? 4. Quelles sont les cibles potentielles (une analyse préliminaire)? 5. Quels sont les résultats attendus (quels types de synergies escomptés (voir tableau 3.4) quels avantages compétitifs (voir figure 3.3)? quel positionnement? quels défis ? quels risques envisagés?)
S'éloigner de son métier de base Tableau 3.6	Conséquences possibles et facteurs de risque à surveiller dans les étapes suivantes : - Délai trop long pour harmoniser les procédures, normes, etc. - Économies d'échelle difficilement réalisables - L'expérience de l'acquéreur en matière d'OFA (plus spécifiquement, en matière d'intégration des cibles acquises) pourrait diminuer le risque induit par le degré de diversification par la suite de l'OFA	<ul style="list-style-type: none"> - Rester proche de son métier de base afin de bénéficier au maximum des effets de synergie. - Acquérir ou développer vite des compétences nécessaires à la maîtrise des affaires dans un secteur d'activité différent
Sélection inadéquate de la cible Tableau 3.8	Sources : liste des critères de choix incomplète ou barrière psychologique des dirigeants qui les empêche à reconnaître leurs limites cognitives	1. Critères de choix à considérer (facteurs à surveiller) : <ul style="list-style-type: none"> - notoriété de la cible - positionnement sur le marché et marques - compatibilité avec l'acquéreur (structurelle et culturelle) - potentiel de développement futur - concurrence et parts de marché - pouvoir d'achat - réseaux de distribution et clients - qualité du management 2. Respecter les critères de sélection établis d'avance
Choix inadéquat des experts externes Tableau 3.9	Le risque induit par un mandat trop large accordé aux experts Le risque induit par un contrat ambigu ou par des relations «d'amitié» avec les experts Le risque de sous estimer certains aspects, en raison du profil des experts retenus	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Choisir les experts qui possèdent des compétences complémentaires et vérifiées ▪ Vérifier les analyses présentées par les experts internes. ▪ Rémunérer les experts à la base des

	Le risque de discontinuité dans l'analyse Le risque relié au type de rémunération	résultats produits par l'OFA après l'intégration, et non à la base de sa conclusion
Risques relatifs aux considérations techniques et tactiques de l'OFA		
	Causes et ou conséquences et enchaînement des risques	Gestion
Processus de «Due Diligence» défectueux Tableau 3.10	<ul style="list-style-type: none"> l) la durée du processus (trop courte) m) le nombre de sources d'informations utilisées (trop réduit) n) la nature des informations recueillies (tournées vers le passé et surtout financières) o) les faiblesses de l'équipe chargée de l'analyse (compétences circonscrites à certains champs d'analyse, seulement; faible partage d'information entre les membres de l'équipe, etc.) p) l'inadéquation des ressources allouées à cette activité (systèmes de communication, temps disponible des membres de l'équipe, logiciels, support technique, technologique et logistique, etc.) q) le manque d'expérience de l'acquéreur en matière d'OFA 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Audit financier, de marché, etc. ▪ Procéder à une «due diligence» par activité /département ▪ Faire participer les cadres opérationnels lors de la due diligence ▪ Mise en place d'une clause de garantie sur le passif et sur l'actif de la cible
Prix trop élevé - Risque relié au choix de la technique d'évaluation de la cible (tableau 3.12) Risque relié à l'évaluation du «goodwill» (tableau 3.13)	Risques d'utiliser l'approche actuarielle - difficultés méthodologiques : prévision de flux, mesure du coût du capital, choix du taux d'actualisation (voir tableau 3.11) - possibles erreurs de prévision (trop optimistes). -risque de résultats biaisés lorsque les cash-flows attendus ont une forte variabilité et lorsque le bêta de l'entreprise n'est pas stable Risques d'utiliser l'approche comparative Difficultés liées au choix objectifs des multiples de valorisation (voir tableau 3.11) Risque de ne pas identifier et évaluer correctement les actifs intangibles, dans le sens de la nouvelle réglementation Risques reliés au calcul du goodwill et de la valeur de la transaction qui induit nécessairement le risque de payer une prime trop élevée Risque relié au traitement comptable du	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Approches mixtes ▪ Plusieurs scénarios accompagnés d'analyse des risques ▪ Les critères d'établissement d'un « peer group » (tableau 3.10) ▪ «Impairment test»

	goodwill	
Le risque relié au montage financier à mettre en place Tableau 3.15	<p>Financement par échange d'actions</p> <ul style="list-style-type: none"> - Risque de dilution de capital - Nouveaux actionnaires (complexité de gouvernance) - Coût plus élevé (émission de titres, évaluation et détermination de la parité d'échange, etc.) - Risque induit par la fluctuation des titres de l'acquéreur ou de la cible <p>Financement par liquidités</p> <ul style="list-style-type: none"> - Risque de diminution du cash flow - Si dette : risque financier et de crédit 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ L'acquéreur doit planifier tous ses coûts, afin de maîtriser le risque relié à la croissance des divers coûts adjacents ▪ «Collars» et CVR, <i>contingent value rights</i> (si financement par échange d'actions) ▪ hedgings et autres instruments dérivés ▪ facteurs à surveiller : coût de la dette et CMPC
Risques reliés au comportement des décideurs Tableau 3.16	<p>Risque de destruction de valeur économique</p> <p>La théorie d'Hurbis : plus la prime payée est grande, plus la probabilité de réussite de l'OFA diminue.</p> <p>La théorie des coûts d'agence et la théorie du «pouvoir managérial», plus la prime payée est grande, plus la probabilité de réussite de l'OFA sera réduite.</p> <p>La théorie du timing du marché : aucun risque, à part celui induit par le changements des contextes et la volatilité du titre.</p>	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Mettre en place une gouvernance efficace ▪ Impliquer le Board et le comité d'audit dans toutes les décisions majeures, et ce, à chaque étape ▪ Réévaluer la pertinence de l'opération avant de finaliser l'OFA ▪ Reprendre le processus ou changer de stratégies si la dynamique du marché anticipée se révèle fausse. ▪ Découper le processus en sous étapes et hiérarchiser les objectifs
Risques reliés au contrôle des coûts totaux de l'opération	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Augmentation non prévue des coûts de l'opération ▪ Risque de fragiliser le cash-flow de l'entreprise ▪ Recours à des emprunts à court terme aux taux d'intérêt élevé pour faire face à une telle situation 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Planification des budgets par étapes du processus de l'OFA ▪ Estimation des coûts connexes de l'OFA.

Risques relatifs à la phase d'intégration

	Causes et ou conséquences et enchaînement des risques	Gestion
Incompatibilité culturelle (tableaux 3.16 et 3.19)	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Métiers différents de la cible et de l'acquéreur ▪ Influences sociétales différentes ▪ Perceptions opinions, et personnalités différentes des dirigeants des deux entreprises ▪ Styles de leadership différents ▪ Autres risques (en chaîne, voir le 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Évaluer la compatibilité de la cible lors de la phase stratégique ▪ Intégrer les variables culturelles dans le diagnostic. ▪ Rester proche de son métier de base (culture unique) ou choisir un ensemble de valeurs dominantes partagées par tous

*Chapitre V : Conclusion finales -
Contributions personnelles*

	tableau 3.19)	<p>les employés</p> <ul style="list-style-type: none"> Le leader doit créer les bases de la nouvelle culture (exemple personnel)
Difficulté d'harmoniser les aspects structurels (tableau 3.19)	<p>Risque de rationalisation excessive des ressources humaines et départ du personnel clé</p> <p>Pertes de capacité intellectuelle, de compétences distinctives, de savoir-faire spécifique; Risque de grèves ou d'autres manifestations (boycott, rumeurs, etc.); Crise médiatique ; Risque légal (actions dans les tribunaux)</p> <p>Risque de rationalisation insuffisante et, par conséquent : perte de productivité coûts supplémentaires synergies non réalisées ou inférieures aux valeurs prévues</p>	<ul style="list-style-type: none"> Bonne connaissance des aspects réglementaires Communication, information et négociation avec les syndicats Trade-off judicieux entre une rationalisation excessive et une rationalisation insuffisante Méta stratégie (implication limitée des syndicats dans certaines décisions stratégiques préliminaires – voir Allaire et Firsirotu, 1993) Dresser une liste du personnel stratégique chez la cible <ul style="list-style-type: none"> Offrir des nouveaux contrats aux personnels clés de la cible. Intégrer le personnel clé dans la nouvelle structure
Difficulté d'harmoniser les aspects stratégiques (tableau 3.20)	<p>Rationalisation excessive ou insuffisante</p> <ul style="list-style-type: none"> - des marques; - des actifs (réseaux de distribution, technologies, usines, etc.); - des fournisseurs - des marchés et segments desservis <p>Erreurs stratégiques en termes de : - nouveaux marchés, produits, budget de marketing et marketing mix, etc.</p> <p>Manque de cohérence du plan d'intégration (entre les divers aspects mentionnés)</p> <p>Échec du monitoring du progrès (indicateurs non adéquats pour mesurer le progrès de l'intégration)</p> <p>Difficultés liées au processus de communication</p> <p>Risque éthique : information incomplète ou fausse, afin de ne pas dissuader les investisseurs</p> <p>Sources de synergies non exploitées ou insuffisamment exploitées</p>	<ul style="list-style-type: none"> Élaborer des scénarios pour la réalisation des effets de synergies. Bien évaluer et fixer les objectifs et attentes de l'opération Communiquer à temps des attentes et des objectifs réalistes au nouvel ensemble Mettre en place une gouvernance efficace Impliquer le Board et le comité d'audit dans toutes les décisions majeures, et ce, à chaque étape Établir une liste d'indicateurs adéquats pour mesurer le progrès de l'intégration Monitoring continu et ajustement pour assurer la cohérence du plan d'intégration

Le chapitre 4 a eu comme objectifs de :

- a) Nous aider à comprendre les tenants et les aboutissants de la fusion entre P&G et Gillette, à la base de notre cartographie de risques ;
- b) identifier les risques les plus importants de cette opération;
- c) identifier, éventuellement, d'autres risques particuliers propres à cette opération et qui n'ont pas été prévus dans notre cartographie de risques, et qui pourraient nous permettre de la compléter ou de l'améliorer.

Pour ce faire, nous nous sommes servis des documents suivants :

- *Merger Proposal, Proxy 2005 » le document présentant la fusion entre Procter & Gamble et Gillette à l'attention de leurs actionnaires respectifs (180 pages);*
- *Regulation (Ec) No 139/2004; Merger Procedure Case No Comp/M.3732 -Procter & Gamble /Gillette, 15/07/2005 : la décision de la Commission Européenne qui a étudié l'opération (46 pages) ;*
- *Les rapports annuels de P&G et Gillette pour la période 2000-2005 ;*
- *Les communiqués de presse de P&G (2005) ;*
- *Autres sources, identifiées d'une façon distincte dans le texte.*

A la base de notre cartographie de risques, dans le cadre du paragraphe 4.3 nous avons identifié les risques propres à chaque étape de cette fusion (stratégique, tactique et d'intégration), en spécifiant lesquels de ces risques ont été identifiés (prévus) et/ou bien gérés et lesquels ne l'ont pas été.

De plus, l'analyse de cette fusion nous a permis de constater qu'on a sous-estimé l'importance des certains risques dans le cadre de notre cartographie, et qu'on a ignoré autres risques :

▪ Ainsi, nous avons pu identifier un risque important relié au processus de *due diligence*, et qui nous a permis de compléter notre cartographie de risques; il s'agit du risque induit par le processus de négociation de la position que devrait occuper le CEO de la cible dans la nouvelle organisation, et de ses bénéfices et avantages. L'étude de cette opération nous a relevé le fait que ces aspects ont conditionné, d'un côté, l'agreement final, et de l'autre, ont eu un impact sur la phase d'intégration. De plus, comme nous avons montré, certaines erreurs faites à ce sujet durant le processus de *due diligence*, ont soulevé des questions de la part de certains organismes qui ont demandé une réanalyse de la situation, remettant de ce fait en question la bonne foi et les compétences des cadres impliqués dans ce processus.

▪ A la base de ce cas concret de OFA, nous avons constaté que, dans le cadre de notre cartographie de risques, nous avons sous-estimé le risques légal et réglementaire, en le présentant comme un risque dérivé, alors que la direction de P&G semble très préoccupée par ce risque, qu'elle perçoit comme un «in-front risk» et non pas comme un risque secondaire, induit par les autres risques assumés. En effet, trois des cinq firmes de conseil, que P&G a choisies pour l'assister dans cette transaction, étaient des firmes spécialisées en conseil légal et en réglementation des marchés. De plus, comme on a pu constater, les organismes de réglementation ont un important rôle à jouer non seulement en ce qui concerne les conditions qu'elles peuvent imposer à l'acquéreur (de se départir de certains actifs, marques ou unités stratégiques), mais aussi en ce qui concerne le délai de réponse. Par conséquent, les décisions de ces organismes peuvent, d'un côté, modifier la structure du nouvel ensemble et rendre frugale toute planification et stratégie de réalisation des synergies attendues, et de l'autre, retarder la phase d'intégration, laissant le temps à la concurrence de réagir, au détriment du nouvel ensemble.

▪ Enfin, à la base de l'analyse de ce cas d'OFA, on a pu confirmer notre hypothèse selon laquelle les risques d'une OFA sont imbriqués et la décision de traiter un certain risque peut induire un nouveau risque. En effet, on a montré comment P&G a décidé de se protéger contre le risque de dilution de son capital, en faisant un rachat de 40% des nouvelles actions émises, et comment la dette contractée pour atteindre cet objectif a entraîné la baisse de sa cote de crédit. Comme on l'a montré dans ce chapitre, toute entreprise devrait bien analyser les conséquences de chaque risque versus le coût de transférer ou gérer le risque respectif, et décider de la meilleure stratégie à adopter.

Bibliographie

▪ Livres

- Albouy M, 2000 : «Décisions financières et création de valeur» . Collection Gestion, série : politique générale, finance et marketing. Paris, 256 p
- Allaire.Y. et Firsirotu..M., 1993 : «L'entreprise stratégique : penser stratégie». Edition Gaetan Morin. Montréal. 504 p.
- Allaire, Y et Firsirotu, M., 2004 : «Stratégies et moteurs de performance». Édition Gaëtan Morin Éditeur. Montréal. 566p
- Aubert, B. et J.-G Bernard, 2004 : «Mesure intégrée du risque dans les organisations». Presses de l'Université de Montréal, 523 pages.
- Batsch. L, 2002 : «Le capitalisme financier». La Découverte
- Beck. U, 2001 : «La société du risque». Flammarion, Paris, p.522.
- Bédard. M.G et Miller.R 2003 : «La direction des entreprises». Chenelière McGraw-Hill. Montréal, 835 p
- Boubakri, N., Ghaddoum, Y., Chkir, I. et Kooli, M. 2005 : «Les principes de la finance d'entreprise». Édition Gaëtan Morin Éditeur. 336 p.
- Burrows P., 2003 : «BackFire : Carly Fiorina's High-Stakes Battle for the soul of Hewlett-Packard». Edition Wiley & Sons, New York.. 304 p
- Collins, J.M., et T.W.Ruefli, 1996: «Strategic Risk: A State Defined Approach». Massachussettes: Kluver Academic Publ., 218 p.
- Copeland, T.E, Koller, T. et Murrin, J.,1996: «Valuation: Measuring and managing the value of companies». Wiley, New-York, 2ème Edition. 742 p
- Coutinet N, Sagot-Duvauroux D,2003 : «Economie des fusions et acquisitions». Repères. Paris. Page 122
- Denglos. G. ,2003 : «La création de valeur : Modèles, mesures, diagnostic». Edition : Dunod. Paris. 226 p.
- Doherty, N., 2000 : «Integrated Risk Management Techniques and Strategies For Managing Corporate Risk». McGraw-Hill Professional Publshing. New York. 646 p.
- De Gaulejac.V.,2005 : «La société malade de la gestion». Edition Seuil. Paris. 275 p

- Dumitriu, C., 2003 : «La gestion des risques : manuel de techniques et outils pratiques pour composer avec le risque et l'incertitude», Guérin, septembre 2003, ISBN 2-7601-6602-3, 230 pages.
- Habeck, M., Kröger, F. et Träm, M. 2001 : «Après la fusion, 7 clés pour réussir l'intégration». Paris, Dunod. 161p.
- Haspeslagh, P. C., et Jemison, D. B. 1991 : «Managing acquisitions:Creating value through corporate renewal». New York: The Free Press, 461 p.
- Hofstede, G., 1980 : Culture's Consequences: «International Differences in Work Values». Beverly Hills CA: Sage Publications.
- Husson, B., 1987 : «La prise de contrôle d'entreprises – Motivations, conséquences et freins». Presses Universitaires de France, Paris, 240 p
- Jorion, P., 2001 : Value At Risk : «The New Benchmark for Managing Financial Risk» (2^e édition), NewYork:McGraw-Hill, 518 p.
- Miles, M. B., & Huberman, A. M., 1994 : «Qualitative data analysis» (2nd ed.). Thousand Oaks, CA: SAGE
- Meier, O., Schier, G., 2003 : Fusions-acquisitions : «stratégie, finance, management». Dunod, Paris, 304 p.
- Kotter, J., 1996: «Leading Change», Harvard Business School Press
- Porter, M.E., 1993 : «L'avantage concurrentiel des nations». InterEditions. Paris 850p.
- Raddock, D.M., 1986 : «Assesing Corporate political Risk». New Jersey: Rowman et Littlefield, 202 p.
- Rousseau, L. 1990 : «L'acquisition d'entreprises : Dynamisme et facteurs de succès». Sillery, Québec : Presses de l'Université du Québec. Presses de l'Université du Québec. 208 p.
- Stake, R.E. 1995 : «The art of case study research» . Thousand Oaks : Sage Publications.
- Thuillier J.P. 1992 : «OPA, fusion et acquisition : Une arme dans la concurrence industrielle et commerciale». Dunod, Paris. 123 p.
- Vernimmen, P., Quiry, P., Ceddaha, F. 2000 : «Finance d'Entreprise». Dalloz, Paris, 4^{ième} Édition. 834 p.
- Yin, R., 1984 : «Case study research: Design and methods» (1st ed.). Beverly Hills, CA: Sage Publishing.

▪ Articles

- Achtmeyer, W. & M. Daniell. 1988 : «How advanced planning widens acquisition rewards». *Mergers and Acquisitions*, 23(1): 37-42.
- Adams C, Andy Neely, 2000 : «The performance prism to boost M&A success». *Measuring Business Excellence*, 4(3): 19-23.
- Adrian J. Slywotzky, David J. Morrison, James A. Quella 1998 : «Achieving sustained shareholder value growth ; Strategy in the age of Value Migration». *Mercer Management Journal*. Vol 10. pp 9-16
- Aiello J.R, Watkins D.M. 2000 : «Merger and Acquisitions : The fine art of friendly acquisition». *Havard Business Review*, p 24-25.
- Agrawal, A., G. N. Nandelker, 1990 : «Large shareholders and the monitoring of managers: the case of antitakeover charter amendments». *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 25 (2): 143-161.
- Aggarwal, R. & Navratil, F.J., 1991 : «Planning a successful acquisition strategy: some guidelines». *Managerial Finance*, 17(1) : 14-19.
- Aktas.N, De Bodt.E, Liagre.L 2004 : «Etat actionnaire et création de valeur : Le cas des fusions – acquisitions». *Unité de finance d'entreprise, Université catholique de Louvain*, p. 3-4
- Angwin, D. et Savill, B. 1997 : «Strategic perspectives on European cross-border acquisitions : A view from top European executives.» *European Management Journal*, vol. 15, n. 4, pp.423-435.
- Allas, T et Leslie, L. 2001 : « Sizing power The power companies urge to merge probably makes them weaker, not stronger». *The McKinsey Quarterly*, Number 1
- Albouy M. 2000 : « Acquisitions, goodwill et performance boursière », *L'Expansion Management Review*, pp 72-79
- Allaire, Y. 1984 « De la méthode analytique à la pratique ou le Savant et le Manager : essai sur l'épistémologie de la recherche en gestion ». Dans *Actes du Colloque : Perspectives de recherche pour le praticien*
- Allaire. Y. 2002 : «Jour noir pour la convergence» article paru dans *La presse de Montreal*.
- Allaire.Y, Firsirotu.M. 1995 :«How to implement Radical Strategies in Large Organizations». *Sloan Management Review*. Vol ,26, No.3. pp 19 – 33

- Allaire.Y, Firsirotu.M. 2002: «The magic of corporate governance». Chaire Bombardier, Document de travail. Montreal.
- Allaire.Y. et Firsirotu.M. 1987 : « Gérer la diversité : Acquisitions, stratégies et formes d'organisation » document de travail no.39-87, pp13-17.
- Allaire.Y., 2002: «The Roots of corporate malfeasance». Bombardier Chair, Working Paper. Montreal.
- Almquist. E, Wyner. G 1998 : «Identifying the opportunities of the future ; Strategic Anticipation through marketing science». Mercer Management Journal. Vol 10. 1998. pp 31 -37
- Andrade G., M. Mitchell et E. Stafford 2001: « New evidence and perspectives on mergers», Journal of Economic Perspectives. Vol. 15, pp. 103-120
- Angwin, D. et Savill, B. 1997 : «Strategic perspectives on European cross-border acquisitions:A view from top European executives». European Management Journal, vol. 15, n. 4, pp.423-435.
- Angot J. et Meier O : « Fusions – Acquisitions : les leçons d'un échec », Revue Française de gestion, Vol 131, pp 129 -135, 2000
- Anslinger, P.L. & Copeland, T.E., 1996 : «Growth through acquisitions: A fresh look», McKinsey Quarterly, Issue 2, pp. 96-110.
- Ashkenas.N.R, Demonaco.J.L, Francis C.S. 2001 : « Making the Deal Real : How GE Integrates Acquisitions ». Harvard Business Review On Mergers And Acquisitions. Pp 149 -180
- Ashkenas.N.R, Francis.S.C. 2001 : « Intergration Managers: Special Leaders for Special Times ». Harvard Business Review On Mergers And Acquisitions.2001.pp 181 – 209
- Bahli, Bouchaib et Rivard, Suzanne, 2001 : «An Assessment of Information Technology Outsourcing Risk», Proceedings of the International Conference on Information Systems, New Orleans, États-Unis, décembre, (<http://aisel.isworld.org>).
- Baril, H. 2005 : «Les entreprises reprennent goût aux fusions ». La Presse Affaires.
- Barabel M, et Merier O. 2002 : « Managing an acquisition integration process « a sociological and psychological perspective », Mergers & Acquisitions Summit 2002, a Strategic Management Society Mini-Conference, Calgary, Alberta, Canada, June 6-9,

- Batsch L, 2006 : « La theorie de la valeur de l'entreprise » . Dixième colloque de l'association de comptabilité nationale, Paris-Dauphine, CEREG (publié dans «Comptabilité nationale, valeur de l'entreprise, mesure des performances économiques et sociales», Economica.
- Bebchuk, L., et Fried, J., 2003 : «Executive compensation as an agency problem» , *Journal of economic perspectives*, vol.17, n°3.
- Bebchuk, L., Fried, J., et Waller 2002 : «Managerial power and rent extraction in the design of executive compensation», *University of Chicago law review*, vol.69, n°3, pp.751-846.
- Becher, D. A, 2000 : « The valuation effect of bank mergers », *Journal of Corporate Finance*, Vol 6, pp.189 – 214
- Bedi. R, 2005 : «R&D outsourcing goes strategic», *Scrip Magazine*(5): 44-48.
- Bernard J.G & Al. 2003 : « Le risque : un modèle conceptuel d'intégration». Cirano, Montreal. pp 7 - 28
- Berkovitch, Elazar, and M. P. Narayanan, 1993 : «Motives for takeovers: An empirical investigation» *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 28: 347-362.
- Bérubé G. 2004 : « Air Canada doit convaincre de sa métamorphose », *LeDevoir*, samedi 2 et dimanche 3
- Berger, P.G et Ofek, E. 1995. «Diversification's effect on firm value». *Journal of Financial Economics* 37, 39-65.
- Bernier P, 2005 : « Le sujet japonais entre ombre et silence», document de travail (Ecole doctorale "Connaissance, langage, modélisation" Université Nanterre Paris-X) : Les cahiers de l'Ecole, numéro 2.
- Bertrand, M. and S Mullainathan, 2003 : «Enjoying the quite life? corporate governance and managerial preferences». *Journal of Political Economy*, 111(5): 1043-1075.
- Benoit A., Aubert, Suzanne Rivard, Michel Patry, 2001 : «Managing IT Outsourcing Risk: Lessons Learned», Cirano, Série scientifique, mai 2001, ISSN 1198-8177.
- Benvenuto, N. A. Brand, D. 2005 : «Outsourcing-A Risk Management Perspective». *Information Systems Control Journal*, 5 : 35-40.
- Bodnar, G.M., Tang, C. et Weinthrop, J. 1999 : «Both Sides of Corporate Diversification: The Value Impacts of Geographic and Industrial

- Diversification» Working Paper, University of Pennsylvania. Disponible à SSRN: <http://ssrn.com/abstract=217869>
- Blackburn V. L, James R. Lang, Keith H. Johnson, 1990. : «Mergers and Shareholder Returns: The Roles of Acquiring Firm's Ownership and Diversification». *Strategy Journal of Management*, 16 (4): 769-782.
- Bruner. F.R. 2001: « Does M&A Pay? A Survey of Evidence for the Decision-Maker ». Batten Institute, University of Virginia Darden School Foundation. pp 16 -27
- Burgelman R.A, Mckinney W. 2005 : «Managing the strategic dynamics of acquisition integration: Lessons from HP and Compaq ». Research paper No.1907. Stanford Graduate School of Business. pp 2-24
- Burgelman. R.A, Meza.P.E. 2004 : «HP and Compaq combined. In search of scale and scope». Stanford Graduate School Of Business, pp 3-28.
- Butterworth, M. 2001 : « Le nouveau rôle du gestionnaire du risque ». Les Échos & Price Waterhouse Coopers. Paris, pp 225 – 237
- Capron.L 2003 : « Les bénéfices et les risques des acquisitions horizontales », www.lesechos.fr ; 4 Mai 2000. Art de la stratégie, Les Échos, Paris.
- Capron, L, Mitchell W, Swaminathan A., 2001: «Asset Divestiture Following Horizontal Acquisitions in Europe and North America, 1988-1992». *Strategic Management Journal*. Lead Article. Vol. 22: 817-844
- Capron L, Mitchell W., 2004 : «Where firms change: internal development versus external capability sourcing in the global telecommunications industry». *European Management Review*. Vol 1(2): 157-174.
- Caselli S, Stefano Gatti, Marco Visconti. 2001 : «Managing M&A Risk With Collars, Earn-Outs, And CVRs» . *Journal of Applied Corporate Finance*, 18 (4): 91-104
- Carey. D. 2000 : « Lessons from Master Acquirers: A CEO Roundtable on Making Mergers Succeed». *Harvard Business Review* Harvard Business Review On Mergers and Acquisition. pp 1-23
- Caves,R.E. 1989 : «Mergers, takeovers and economic efficiency: Foresight vs. hindsight». *International Journal of Industrial Organization*, vol. 7. pp 151-174.
- Charreaux. G , Chopin Y, 2001. «Evaluation et analyse du processus de création de la valeur: un modèle généralisé du goodwill», document de travail (Université de Bourgogne), LEG/Fargo (Research Center in Finance,Organizational Architecture and GOvernance) 0970201.

- Chandler, A.D. 1992 : «Organizational capabilities and the economic history of industrial enterprise». *Journal of economic perspectives*, vol. 6, no 3, p. 79-100.
- Chanmugam. R, Shill. W, Mann D, Ficery K, Pursche. B, 2005: «The intelligent clean room: ensuring value capture in mergers and acquisitions», *Accenture, Journal of Business Strategy*, 26(3): 43-49.
- Christoffersen P & Gonçalves S, 2005 : « Estimation risk in financial risk management», *Journal of Risk*, 7(3): Spring.
- Clarke, C.J., et Varma. 1999 : «Strategic Risk Management : The New Competitive Edge». *Long Range Planning*, vol.32, no4, p.414-424
- Cl rouin, Y. 2005 : «Vague de fusions et d'acquisitions en vue». *Les Affaires Investir*, p. 67.
- Cliffe.S 1999 : « Can This Merger Be Saved?». *Harvard Business Review On Mergers and Acquisition*. pp 103 - 128
- Cooper, C. L et Rousseau, D. M. 1994 : «Trends in organizational behaviour». *New York: John Wiley & Sons, Volume. 6*, pp 81-104.
- Coase, R.H., 1937 : «The nature of the firm». *Economica (New Series)*, IV (13-16) : 386-405.
- Davidson, A. R., Jaccard, J. J., Triandis, H. C., Morales, M. L., & Diaz-Guerrero, R., 1976 : «Cross-cultural model testing toward a solution of the etic-emic dilemma». *International Journal of Psychology*, 11 , 1-13.
- Datta, D. K. 1991. «Organisational fit and acquisition performance : effects of post-acquisition integration». *Strategic Management Journal*, 12 : 281-97
- Deal, T.E., A.A. Kennedy, 1982 : «Corporate Culture: The Rites and Rituals of Corporate Life», *Reading (Mass.): Addison-Wesley*, 232p.
- Deniau, P., Morisano F., et Larenty, R., 2002 : « Pour une meilleure gestion de la valeur », *Les  chos :L'art de la gestion des risques*, disponible en ligne, www.lesechos.fr.
- Deringer, H. et J.Wang, 1997 : « Note on Political Risk Analysis», *Harvard Business School*, 9-798-022,12p.

- DeLong, G. L. 2003. «Does Long-term Performance of Mergers Match Market Expectations? Evidence from the U.S. Banking Industry ». *Financial Management* Vol.32. 2003. pp 5-25.
- DeLong. T, Brackin.W, Cabanas.A, Shellhammer.Phil, Ager.D.L : 2005 « Procter & Gamble : Global Business Services ». *Harvard Business School*. pp 2-13
- Devos.E, Kadapakkam.S, Krishnamurty.S., 2004: « Are there Synergy in Mergers ». *College of Business, Ohio University*, pp 1-51
- Drzik J., 2005 : «New Directions in Risk Management», *Journal Of Financial Econometrics*, 3: 26-36
- Dumitriu, C., 2006 : «How to Build a Company Risk Profile: A Methodology Based upon the Risks Disclosed by Fortune 500 Companies», in *Risk Analysis*, WIT Press, Boston, 5: 129-142.
- Dumarest, L., Righenzi de Villiers, H. et Schlumberger, W. 1999 : «Fusions – acquisitions, les règles d'or d'une intégration réussie». *Option Finance*, N°566, p. 40.
- Eisenhardt, K.M., 1989: «Building Theories From Case Study Research». *Academy Of Management Review* 14, 532-550.
- Eccles.R.G, Lanes.L.K, Wilson., 1999:« Are You Paying Too Much for That Acquisition?» *Harvard Business Review* *Harvard Business Review On Mergers and Acquisition*. pp 45-70
- Eppen. D.G, 2002. « Garder le cap à travers les pièges de la production, L'art de la gestion des risques», *les Échos*, version électronique, www.lesechos.com
- Erb, C.B., C.R.Harvey, Viskanta, T., E., 1996 : «Political Risk, Economic Risk and Financial Risk». *Financial Analyst Journal* (novembre-décembre), p.29-31
- Firsirotu..M, 1998: «Comment les facteurs de contingence façonnent la culture d'une organisation : Le cas du Canadien National». *La culture des organisations*. *Institut québécois de recherche sur la culture*, pp 99-139
- Franck G, 1989 : « OPA : Le facteur humain est décisif », *Revue Française de Gestion*, Vol 75, pp.98 –104.
- Froot, K., A., Scharfstein, D., S., Stein, J., 1994: «A Framework For Risk Management», *Harvard Business Review*, novembre-décembre.

- Gary D. & Eppen, 2002 : « Garder le cap à travers les pièges de la production », L'art de la gestion des risques, les Échos, version électronique, www.lesechos.com
- Gary L, 2002: «The Right Kind of failure». Newsletter from Harvard Business School, R. U0201B
- Gebler.D, 2006 :« Is Your Culture a Risk Factor?». Business and Society Review, 111:3, pp. 337-362.
- Gilles. F., 2005 :« Culture, leadership and organizations. The Globe study of 62 societies » : une étude d'envergure, Observatoire de gestion stratégique des ressources humaines, UQAM, www.uqam.ca.
- Ghosh, A., 2001: «Does operating performance really improve following corporate acquisitions? » Journal of Corporate Finance, Vol. 7, pp-151-178.
- Ghosh, A. & Ruland, W., 1998: « Managerial ownership, the method of payment for acquisitions and executive job retention », Journal of Finance, 53 (2): 785-798
- Grinstein Y, Paul Hribar, 2003 : « CEO Compensation and Incentives - Evidence from M&A Bonuses »; document de travail, , disponible sur le site de HBS. : http://www.law.harvard.edu/programs/olin_center/corporate_governance/papers/04.grinstein.ceo-compensation.pdf
- Graham, J.R., Lemmon M.L, Wolf. J.G, 2002: «Does corporate diversification destroy value?», *Journal of Finance* 57, pp 695-720.
- Hafsi.T., 1987 : « Le défi de la diversification par acquisitions et fusions ». Revue internationale de gestion, vol12, No.3, Montréal, pp 1-8
- Harbison.J.R; Albert.J.V, Asin.T.A., 1999 : « Making Acquisitions work : Capturing Value after the deal », Booz-Allen & Hamilton Inc., pp 9-15.
- Haspeslagh, P. C., et Jemison, D. B. 1987 : « Acquisition : Myths and Reality », Sloan Management Review, Vol 28 (2), pp.53-58
- Haspeslagh, P. C, et Farquhar A.,1987: «The acquisition Integration Process : a Contingent Framework », paper presented at the 7th Strategic Management Society Conference, Boston, pp-53 -58
- Hawawini, G.A., Swary, I.,1990 : « Mergers and Acquisitions in the US Banking Industry: Evidence from the Capital Markets ». Journal of Economic literature.

- Hayward, M. L. A. 2002 : «When do firms learn from their acquisition experience? Evidence from 1990–1995». *Strategic Management Journal*, 23(1), 21–39.
- Healy.P.M, Cohen. J. 2000 : « Accounting for Mergers & Acquisitions», *Harvard Business Review Article*, pp 1-7
- Hitt, M. A., Harrison, J. S., et Ireland, R. D., 2001 : «Mergers and acquisitions: A guide to creating value for stakeholders». Oxford, UK: Oxford University Press.
- Hoecht, P. Trott, 2006: «Outsourcing, information leakage and the risk of losing technology-based competencies», *European Business Review* 18(5): 395 - 412
- Homewood J, 2005 : «Impact of IFRS on M&A Transactions», rapport PFK Accountants, UK, www.pkf.co.uk
- Hogan.S, Hodge.K., 2001: « The risks in getting the deal done». *Mercer Management Journal, Branding and M&As*, pp 54 -55
- Houston, J., C. James, M. Ryngaert, 2001: « Where do merger gains come from? Bank mergers from the perspective of insiders and outsiders. » *Journal of Financial Economics*. Vol. 60, pp- 285-331
- Jacobs. P., 2002 : «Reducing the Risk of Acquisition», *MIT SLOAN MANAGEMENT Review*, Summer 2002, 43(4): p. 16
- Jaeger. A. M., 1987 : «La culture organisationnelle : un élément à ne pas oublier dans les acquisitions et fusions». *Gestion, revue internationale de gestion*, volume 12, numéro 3.
- Jensen M. et R. Ruback R., 1983: «The market for corporate control: the scientific evidence», *Journal of Financial Economics*, Vol. 11, p. 5-50.
- Jensen M.C. et Meckling W.H., 1976: «Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure». *Journal of Financial Economics*, 3: 305-360.
- Jensen. M.C., 1988: «Takeovers: their causes and consequences», *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 2, N°1, pp 21-48.
- Jemison, D. B., & Sitkin, S. B., 1986: «Corporate acquisitions: A process perspective.» *Academy of Management Review*, 11: 145-163.
- Kane K, 2005: « Balanced Scorecard». Harvard Business School (B0501D).

- Kaplan S., Garrick, J.B 1998 : « On The Quantitative Definition of risk» Risk Analysis. Vol 1.1, pp 11-27.
- Kitching, J. 1967: «Why do mergers miscarry?». *Harvard Business Review*, 45(6), 84-101.
- Keown. J.A, Pinkerton. J.M., 1981 : «Merger Announcements and Insider Trading Activity: An Empirical Investigation». *Journal of Finance*, Vol 36, Issue 4. pp 855 – 869
- Kleffner A.E, Ryan B. Lee, Bill McGannon., 2003 : «Stronger corporate governance and its implications on risk management», IVEY MANAGEMENT review, mai juin (# 9B03TC10)
- Krishnan, H., Miller, A. et Judge, W., 1997: «Diversification and top management team complementarity: Is performance improved by merging similar or dissimilar teams? ». *Strategic Management Journal*, 18: 361-374.
- Kirchmaier T, 1990: «Corporate Restructuring and Firm Performance of British and German Non-Financial Firms in the late 1990s», *European management Journal*, 21 (4): 409-420.
- Kotter J, 1995 : «Leading Change: Why Transformation Efforts Fail». *Harvard Business Review*, March-April 1995.
- Knight, R.F., et D.J.Pretty., 2003 :« Définir une philosophie du risque». *Les Échos* : L'art de la gestion des risques, disponible en ligne, www.lesechos.fr, 4 p.
- Kusewitt J.B, 1985: « An Exploratory study of strategic acquisition, factors relating to performance», *Strategic Management Journal*, 6, pp 151 – 169
- Langabeer. J, 2003: « An investigation of post-merger supply chain performance», *Journal of Academy of Business and Economics*, pp. 4-8
- Langford R, Brown III. C, 2004 : «Making M&A pay: lessons from the world's most successful acquirers», *Strategy & Leadership*, 32(1): 5-14.
- LeRoy. F., 2003 : « Fusions – acquisitions : stratégie et mise en œuvre », Mercer et Audencia.Paris, pp 42-43
- Lewellen.W., Loderer.C., Rosenfeld.A., 1989: « Mergers, Executive Risk Reduction and Stockholder Wealth». *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*. Vol.24. No.4. pp 459-472

- Lichtenberg.F.R., 1992: «Corporate Takeovers and Productivity», MIT Press, Cambridge
- Light.D, 1989 :«Who Goes, Who Stays». Harvard Business Review On Mergers and Acquisition, pp 129- 148
- Lee M. K, Karydas D, 2005: «M&A Manoeuvres - in the Dark? An Investors' Guide to Analysing Business Combinations in an IFRS World», Citigroup Investment Research, disponible en ligne <http://www.itweek.co.uk/financial-director/analysis/2183877/needs-goodwill-ifrs>
- Loughran, T, A. M. Vijh, 1997 : « Do long-term shareholders benefit from corporate acquisitions?» Journal of Finance 52, 1765-1790.
- Mählmann T, 2005: « Biases in estimating bank loan default probabilities», Journal of Risk, 7(4): Summer 75-102.
- Machiz. B.R 2002 : « M&A Viewpoint: The Value, Price and Cost of Acquisitions», Acquisition Market Place Review
- Marois, B., 2002 : « La gestion du risque pays». Les Échos : L'art de la gestion des risques, disponible en ligne, www.lesechos.fr, 4 p.
- Marks M.L, 1998: « Joining Forces: Making One Plus One Equal Three in Mergers», Acquisitions and Alliances , Jossey-Bass.
- Maj David R. King, USAF and Lt Col John D. Driessnack, USAF, 2003 : «Investigating the integration of acquired firms in high-technology industries: implications for industrial policy». *Acquisition Review Quarterly*
- Mandeker.G, 1974 : « Risk and Return: The case of Merging Firms ». Journal of Financial Economics, Vol 1, pp 32-57
- Markelevich A, 2003 : « Examining the Performance of Corporate Acquisitions Based on the Motive for the Acquisition ». University of New York – Baruch College. Long Island. pp 12 -16
- Markides, C. et Ittner, C. 1994 : «Shareholder Benefits from Corporate International Diversification: Evidence from U.S. International Acquisitions». *Journal of International Business Studies*, 25: 343-365.
- Maremont, M., 2005: «No Razor Here:Gillette Chief To Get A Giant Payday. Dow Jones Reprints», The Wall Street Journal, 31 Janvier 2005.

- Maquiera, C., W. Megginson and L. Nail, 1998: «Wealth creation versus wealth redistribution in pure stock-for-stock mergers», *Journal of Financial Economics*, 48, 3-33.
- Mas I, 2005 : « Procter & Gamble maître du monde des marques », *L'expansion*, 23 février 2005
- Mascré F, Dubus G, Lantz J.S, Ehkich Y.M & Crochet P, 2005 : « Capital Risque et Valorisation de la recherche » , AFIC, Pari, pp 18-21
- May. M, Anslinger. P, Jenk.J., 2002 : « Changement d'éclairage sur les fusions acquisitions ». *Outlook, Accenture*, Volume XIV –N.2. Paris.
- Mathew L.A. Hayward, Donald C. Hambrick, 1997: « Explaining the premiums paid for large acquisitions: evidence of CEO hubris». *Administrative Science Quarterly*, March, 1997: 103-127.
- Meeks.G, Meeks.J.G., 1981: «Profitability Measures as Indicators of Post-Merger Efficiency». *The Journal Of Industrial Economics*. Vol 29. No4, pp 335 -344
- Meulbroek, L. 2002: « Gérer le risque global». *Les échos : l'art de la gestion des risques*, www.lesechos.fr, 5 p.
- Meulbroek, L, 2001: « A Better Way To Manage Risk», *Harvard Business Review*, F0102B.
- Merton, R.C 1987 : « A simple model of capital market equilibrium with incomplete information». *Journal of Finance*, Vol. 42, pp 483-510.
- Milbourn.T., 2003 : « Les attraits de l'EVA en tant qu'indicateur de performance ». *L'art de la fiance*, *Les échos*. Paris
- Mitroff, I., 2002 : « Les principes fondamentaux de la gestion de crise». *Les échos : l'art de la gestion des risques*, www.lesechos.fr, 3 p.
- Moeller, Sara B., Frederik P. Schlingemann, and Rene M. Stulz., 2004 : « Firm size and the gains from acquisitions», *Journal of Financial Economics* 73, pp 201-228.
- Morck, R., Shleifer, A., et Vishny, R.W., 1990 : «Do managerial objectives drive bad acquisitions?». *Journal of Finance* 45, 31-48
- Morosini, P., Scott, S et Singh, H., 1998: «National Cultural Distance and Cross- Border Acquisition Performance».. *Journal of International Business Studies*, 29. 137- 158.

- Morosini, P., Radler, G., 1999 : « DaimlerChrysler: The Post-Merger Integration Phase », International Institute for Management Development, Harvard Business School case.
- Mueller.C.D, 1989 : «Mergers Cause, Effects and Policies». International Journal of Industrial Organization, Vol 7. pp 1-10.
- Muendler M.A., 2000 : « A Contribution to the Theory of Information Acquisition in Financial Markets ». University of California, Berkeley. pp 1-8.
- Mulherin J. et A. Boone., 2000: « Comparing acquisitions and divestitures », Journal of Corporate Finance. Vol. 6, pp. 117-139.
- Nielsen. J.F, Melicher.R.W, 1973: « A financial Analysis of Acquisition and Merger Premiums ». The Journal of Financial and Quantitative Analysis. Vol.8, No.2, pp 139 – 148
- Noël, A., Véry, P. et M. Wissler. 1994 : «Perspectives en Management Stratégique», Paris : Economica, 199-223.
- Orr, D. 1999: «Executive compensation: Damn Yankees, Safe Heaven». *Forbes May 17, 1999*, p. 206
- Ojanen O, Makkonen S, Salo A, 2005: « multi-criteria framework for the selection of risk analysis methods at energy utilities » *Int. J. Risk Assessment and Management*, 5(1): 16–35.
- Pablo. A. L, 1994 : « Determinants of Acquisition Integration Level: A Decision-Making Perspective ». *The Academy of Management Journal*, Vol. 37, No. 4, pp. 803-836
- Pariente.S, Ducassy.I, Martinez.I 2002: «Taille et Création de Valeur : une Etude Empirique sur des Groupes Français». Centre de Recherche en Gestion, Cahier de recherche no. 2002 – 149. Toulouse, pp 3-16
- Pan H Xinping Xia, Minggui Yu, 2006: « Managerial overconfidence and corporate takeovers ». *International Journal of Managerial Finance*, 2(4): 328 - 342
- Pasquero. J.1987 : « Aspects éthiques des opérations de fusion et acquisition d'entreprises ». Centre de recherche en gestion. Document de travail n :54 – 87, pp 1-36
- Pautler, A.P, 2003: « The Effects of Mergers and Post-Merger Integration: A Review of Business Consulting Literature » Bureau of Economics, Federal Trade Commission. Washington, p- 1-18

- Perry.S.J, Hord J.T 2004: «Mergers and Acquisitions Reducing M&A risk Through Improved Due Diligence». *Strategy and Leadership*, Vol 32, No 2. pp. 12-19
- Pettigrew, A.M., 1990: «Longitudinal Field Research on Change: Theory and Practise». *Organization Science* 1, 267-292.
- Pochet C., 2000 : « Audit d'acquisition et expertise indépendante dans les opérations de fusion – acquisitions : le cas Aérospatiale Matra », *Revue Finance-Contrôle- Stratégie*, Vol 3 (3), pp 181 - 209
- Prat.C., 2003: « Le contrôle de la survaleur : un défi pour les auditeur légaux », Centre de Recherche en Contrôle et Comptabilité Internationale (CRECCI). Université Montesquieu Bordeaux IV, pp 1-5
- Ravenscraft, D. et Scherer, F., 1987 : «Mergers Sell-off and Economic Efficiency». *Brookings Institution. Washington DC*
- Rappaport. A, Sirower.M.L, 2001: « Stock or Cash? The Trade-offs for buyer and sellers in merger and acquisition ». *Harvard Business Review on Mergers and acquisition*. Boston.
- Rappaport.A, 1979 : « Strategic Analysis for More Profitable Acquisitions », *Harvard Business Review Article*, pp 3-11
- Reuer J.J, 2005:« Avoiding Lemons in M&A Deals», *Mit Sloan Management Review*, 46(3): 15–17
- Rhodes-Krope, M., S. Viswanathan., 2004 :« Market valuation and merger waves», *Journal of Finance* 59, 2685-2717.
- Roll R, 1996 :«The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers», *The Journal of Business*, 59 (2), Part 1: Apr., 1986, pp. 197-216
- Rovit, S et Lemire, C. 2003 : «Your best M&A strategy». *Harvard Business Review*
- Rumelt, R. P. 1974: «Strategy structure and economic performance». *Harvard University Press, Cambridge, MA*.
- Salter.M.S, Weinhold.W.A 1979 : « Diverification via Acquisition: Creating Value», *Harvard Buiness Review*. No. 78408. pp 166-176.
- Salk, J., 1997 : «Partners and Other Stangers. Cultural Boundaries and Cross-Cultural Encounters in International Joint Venture Teams». *International Studies of Management and Organization* 26(4):48-72.

- Salk, J. E. et M. Y. Brannen., 2000 : «National Culture, Networks, and Individual Influence in a Multinational Management Team.» *Academy of Management Journal* 43(2): 191-202.
- Samuel. E.K, 2003: « Prévenir les difficultés post fusion – acquisition en utilisant la gestion de crise », *Revue française de gestion*, Vol 4, n ; 145. Paris. page.1- 43.
- Selim M , Sudi Sudarsanam, Michael K. Lavine, 2002 : «Mergers, Acquisitions, and Divestitures: Control and Audit Best Practices», The Institute of Internal Auditors Research Foundation , 125 pages; version électronique : http://www.theiia.org/bookstore.cfm?fuseaction=editorial_sum&order_num=464».
- Simons.I.R., 1999: « A note on Identifying the Strategic Risk». HBS Publishing. Le 5 novembre, 9-199-031
- Simons, R., I., 1999 :« How Risky Is Your Company? », *Harvard Business Review*, mai-juin 99311.
- Singh, H et Montgomery, C.A., 1987 : «Corporate acquisition strategies and economic performance». *Strategic Management Journal*, 8: 377- 86
- Shleifer, A.,R. W. Vishny, 2003 :« Stock market driven acquisitions», *Journal of Financial Economics* 70, 295-311.
- Sheldon H., Jacobson; Karnani T, Kobza J.E, 2005: «Assessing the impact of deterrence on aviation checked baggage screening strategies», *International Journal Risk Assessment and Management* , 5(1): 1 – 15.
- Shelton, L. M. 1988 :«Strategic business fit and corporate acquisition: Empirical evidence». *Strategic Management Journal*, 9: 279- 88.
- Sirower, M. L. 1997 : «The synergy trap: How companies lose the acquisition game». New York: The Free Press.
- Song, Moon H., Ralph A. Walkling, 2000: «Abnormal returns to rivals of acquisition targets: A test of the acquisition probability hypothesis», *Journal of Financial Economics* 55, pp 143- 171.
- Sparks W and Mike Pandich, 2005 : « Melding cultures plays critical role in M&A successes», *Charlotte Business Journal*, 2 décembre 2005.
- Tisserant P, 2001. « Culture et travail : du local au mondial», Actes du 8^e Congrès de l'Association pour la Recherche InterCulturelle (ARIC), Université de Genève – 24-28 septembre 2001

- Tufano, P., 1996 : «How Financial Engineering Can Advance Corporate Strategy», *Harvard Business Review*, janvier – février, 96112.
- Tung R. L , 1989: «The New Expatriates: Managing Human Resources Abroad» *Journal of International Business Studies*, 20(2),Summer, 1989: 361-364.
- Useem.J., 2002: «The CEO under fire: From heroes to goats and back again? How corporate leader lost our trust.» *Fortune*. pp 41 – 48
- Vidal.F., 1998 : « Sondage : qui utilise les banquiers d'affaires ». *Option Finance*, N°488, pp 13.
- Walker M, 2005: «The Potential For Significant Inaccuracies In Merger Simulation Models», *Journal Of Competition Law And Economics* 2005 1(3):473-496;
- Walsh, J. P., 1989: «Doing a deal: Merger and acquisition negotiations and their impact upon target company top management turnover», *Strategic Management Journal.*, V10, pp. 307-322
- Walter.A.G., Barney.B.J 1990 : « Management Objectives in Mergers and Acquisitions». *Strategic Management Journal*. Vol 11, No.1, pp 79 -86
- Watin-Augouard. J, 1988 : « Gillette, Fine Lame Depuis 1895 », *Revue des marques*, avril 1998.
- Whittington, R. 2000 : « Apologie du conglomérat ». *Les échos*, L'art de la stratégie, 3 p.
- Williamson, O.E., 1979 :«Transaction-cost economics: The governance of contractual relations», *Journal of Law and Economics*,22(2):. 233-261.
- Zaugg D, Stenz T, 2004: «Nouvelle réglementation du goodwill: une appréciation critique», *Transactions*, 2004, disponible en ligne, http://www2.eycom.ch/publications/items/praxis/200402/08_fr.pdf
- Zhao H, 2006 : « Who is Rational in the Merger Game? The Market versus the Manager», document de travail (Durham Business School), disponible en ligne sur le site <http://www.iae.univ-poitiers.fr/affi2006/Coms/044.pdf>
- Zook.C, Righy.D., 2001 : «How to Think Strategically In A Recession.» HBS Publishing. No.U0111C. pp 9-17
- Zolkos, R. 1994: «Risk managers can play a big role in mergers», *Business Insurance*, 28(18): 24-25.

▪ **Organismes:**

Mercer Management Consulting et Audencia Nante école de management.
Institut de l'entreprise. Octobre 2003. *«Fusions- acquisitions : les défis de l'intégration»*.

Accenture: *«Achieving High Performance in the Home and Personal Care Industry»*, 2006

Ministère de la culture, Département des Etudes, de la Prospective et de la statistique (DEPS). Paris. 2000. Rouet, F. *« Les grands groupes des industries culturelles»*.

Centre interuniversitaire de recherche en analyse des organisations (CIRANO). Octobre 2002. :*« Le risque : un modèle conceptuel d'intégration»* et Mai 2005 *« le risque au CIRANO »* par l'équipe du risque.

Bozz Allen Hamilton. Adolph G et Pettit J : *«The M&A Collar handbook»*, version électronique, http://www.boozallen.com/media/file/M-A_Collar_Handbook.pdf

M&A Survey – U.S., Asia Pacific and Brazil, Watson Wyatt Worldwide, disponible en ligne,
<http://www.watsonwyatt.com/research/resrender.asp?id=DMY-4&page=1>

▪ **Mémoires**

De Sablet. E, 2006. *« La gestion des crises : le cas de Air Canada, mémoire de maîtrise »*, sous la direction de Camélia Dumitriu (Ph.D), bibliothèque ESG UQAM.

Firsirotu.M., 1988 : *«Strategic Turnaround as Cultural Revolution : The Case of CN Express»*. Ph.D thesis (McGill), Montreal. 1984. Page 29 -32 et 439 - 476La culture des organisations. Institut québécois de recherche sur la culture. Montreal 1988. Page 99-139

Cécile Quentin ., 2001 : *«Fusions -acquisitions et création de valeur»*, mémoire DESS Finance d'entreprise, CREEFIA. France. Octobre 2001.

Hoti, S., et McAleer, M., 2002 : *« Country Risk ratings. An International Comparison. »* Working paper, Department of Economics, University of Western Australia, www.iems.org.

Jarry-Lethu.C, 1994 :«Approche économique - financière et sociale de la performance des fusion : une analyse statistique du cas français», thèse de doctorat en sciences de gestion, université de Rennes I.

• **Documents de travail et autres**

Bodnar, G.M., Tang, C. et Weinthrop, J. 1999: «Both Sides of Corporate Diversification: The Value Impacts of Geographic and Industrial Diversification». Working Paper, University of Pennsylvania. Disponible à SSRN: <http://ssrn.com/abstract=217869>

Casebeer A.N., et Verhoef M.J., 2000: «L'utilisation combinée des méthodes de recherche qualitatives et quantitatives» Agence de Santé Canada, Volume 18, No 3- 2000

Dumitriu, C. 2007 : «Gestion internationale», à paraître 2007/2008(PUQ)

Dumitriu, C., 2006. «La gestion stratégique des risques», manuel pour le cours MBA 8193, Guérin, septembre 2006, 212 p.

Dumitriu, C.,2003 : «Gestion stratégique : Le Cahier de l'Étudiant», Guérin, septembre 2003, ISBN 2-7601-6563-9, 268 pages.

Dumitriu, C. 2007 :« Gestion Internationale et cultures», COOP UQAM, 2007, 297 pages

Dumitriu.C, 2003. «La gestion du risque : manuel de technique et outils pratiques pour composer avec le risque et d'incertitude». Édition Guerin, Montréal,

Dumitriu, C., 2002. «Les économies de réseaux et leur impact stratégique sur l'activité et la performance des entreprises», 202 pages, document de travail, Chaire Bombardier, ISBN 2-922-285-13-8, mai 2002 .

Dumitriu, C., 2002. « Opportunités et risques pour les compagnies multinationales de l'Amérique du Nord dans les marchés de l'Europe Centrale et de l 'Est», document de travail, Chaire Bombardier, 91 pages, Chaire Bombardier, mars 2002.

McDougall, G., 1995 : «L'impact économique des activités de fusion et d'acquisition sur les entreprises, document de travail», industrie canada, disponible en ligne à l'adresse http://www.strategis.gc.ca/epic/site/eas-aes.nsf/fr/h_ra01880f.html

Maremont, M., 2005 :« No Razor Here:Gillette Chief To Get A Giant Payday». Dow Jones Reprints, The Wall Street Journal, 31 Janvier 2005.

- **Organismes:**

The Institute of Risk Management (IRM), the Association of Insurance and Risk Managers (AIRMIC) et the National Forum for Risk Management in the public sector. «A Risk Management Standard ». Working paper series 2002

Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, PricewaterhouseCoopers. «Enterprise Risk Management – Integrated Framework » Executive Summary. September 2004.

Mergers Acquisitions: The Dealmaker's Journal. A official publication of Association Corporate Growth. April 2005

Mergers Acquisitions: The Dealmaker's Journal. A official publication of Association Corporate Growth. May 2005

- **Documents corporatifs**

Merger Proposal Proxy 2005 document présentant la fusion entre Procter & Gamble et Gillette à l'attention de leurs actionnaires respectifs

Rapport annuel de Procter & Gamble pour les années 2001, 2002, 2003, 2004 et 2005

Rapport annuel de « The Gillette Company » pour les années 2001, 2002, 2003 et 2004

Regulation (Ec) No 139/2004; Merger Procedure Case No Comp/M.3732 - Procter & Gamble /Gillette, 15/07/2005 : la décision de la Commission Européenne qui a étudié l'opération (46 pages)

Les communiqués de presse de P&G (2005)

- **Sites Internet**

Finance d'entreprise: <http://www.annufinance.com/fusions-acquisitions/>

Les Échos: <http://www.lesechos.fr>

L'expansion : <http://www.lexpansion.com>

Communiqué de presse officielle pour l'annonce de la fusion entre Procter & Gamble et Gillette : http://www.fr.pg.com/downloads/cp_Gillette.pdf

The Manager.org : Cahier spéciale sur les fusions et acquisitions : <http://www.themanager.org/Knowledgebase/Strategy/MandA.htm#Miscellaneous%20Articles>

Bibliographie

Harvard Business Review: <http://www.hbr.com>

Conférence sur les F&A :

<http://www.fasken.com/WEB/FMDWEBSITEFRENCH.NSF/0/A46EA9E8C9384C8B85256F16006BEAB0?OpenDocument>

Statistiques sur les F&A :

<http://www.statistics.gov.uk/statbase/tsdataset.asp?vlnk=993&More=Y>

Price Waterhouse Cooper: <http://www.pwccn.com/home/eng/notexist.html>

The Mc Kinsey Quarterly:

<https://www.mckinseyquarterly.com/register.aspx?ArtID=1303>

UNESCO :

<http://www.unesco.org/webworld/ramp/html/r8801f/r8801f06.htm> - Site internet portant les méthodologies de recherches.

Articles sur le secteur des produits de bien de consommation :

http://www.mind-advertising.com/sectors/sector_personalcare.htm#beauty
http://www.mind-advertising.com/sectors/sector_personalcare.htm#cosmetics
http://www.mind-advertising.com/sectors/sector_personalcare.htm#hygiene
<http://www.cosmeticsdesign.com/news/ng.asp?n=57749-p-g-buys>
http://www.mind-advertising.com/sectors/sector_personalcare.htm
http://www.mind-advertising.com/us/gillette_us.htm

Couverture complète sur la fusion entre Procter & Gamble et Gillette :

<http://news.enquirer.com/apps/pbcs.dll/section?category=biz1101>
<http://www.boston.com/business/Gillette/>
[http://www.mieuxvivre.fr/bourse/articles/actusociete.asp?id=126371&p=](http://www.mieuxvivre.fr/bourse/articles/actusociete.asp?id=126371&p=1)

1

Articles en ligne sur la fusion entre Procter & Gamble et Gillette

The Enquirer : articles parus sur le site internet entre Janvier 2005 – Juin 2005

<http://news.enquirer.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20050201/BIZ01/502010343/-1/biz1101>
<http://news.enquirer.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20050201/BIZ01/502010344/-1/biz1101>

Bibliographie

<http://news.enquirer.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20050129/BIZ01/501290344/-1/biz1101>
<http://news.enquirer.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20050129/BIZ01/501290354/-1/biz1101>
<http://news.enquirer.com/apps/pbcs.dll/section?category=biz1101>
<http://news.enquirer.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20050129/BIZ01/501290358/-1/biz1101>
<http://news.enquirer.com/apps/pbcs.dll/article?AID=/20050128/BIZ01/501280375/-1/biz1101>

Business Week : <http://www.businessweek.com/1998/03/b3561093.htm>,
article écrit par William C. Symonds et Carol Matlack 1998

The hindu Business Line :

<http://www.thehindubusinessline.com/catalyst/2003/11/06/stories/2003110600040100.htm>, article écrit par Ratna Bhushan, 2003
<http://www.blonnet.com/iw/2005/02/06/stories/2005020600070600.htm>,
article écrit par Aarati Krishnan, 2005

Journal du net

http://www.journaldunet.com/afp/depeche/eco/050128075442.mzkvge76_i.shtml

Challenges.fr :

http://challengestempsreel.nouvelobs.com/business/arti_19730_10125.html

Libre Belgique :

http://www.lalibre.be/article.phtml?id=3&subid=85&art_id=203713,1
article tiré à partir des dépêches A.F.P et Reuters, 2005

L'expansion :

<http://www.lexpansion.com/art/2703.81584.0.html>, article annonçant la
transaction entre Procter & Gamble et Gillette, 28 janvier 2005
<http://www.lexpansion.com/art/2703.81592.0.html>, article analysant la
nouvelle structure de l'industrie des biens de consommation après la
fusion entre Gillette et Procter & Gamble, 28 janvier 2005
<http://www.lexpansion.com/art/134.0.135994.0.html>, article décrivant
les problèmes du géant de l'industrie des biens de consommation
Unilever, Octobre 2005

Inventors

<http://inventors.about.com/library/inventors/blrazor.htm>, article écrit par
Mary Bellis, 2000

Bibliographie

<http://inventors.about.com/gi/dynamic/offsite.htm?site=http://web.mit.edu/invent/iow/gillette.html>, article qui décrit le processus d'invention du rasoirs Gillette par King Gillet, Juin 2000.

Hoovers – Site internet spécialisé dans la présentation du profil des entreprises cotées en bourse et des dernières analyses financières.
http://www.hoovers.com/the-procter-&-gamble-company/--1D_11211--/free-co-factsheet.xhtml

CNN Money.com
http://money.cnn.com/2005/01/28/news/fortune500/pg_gillette article écrit par Chris Isidore le 28 Janvier 2005.